

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان:

محددات الهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة حصي الشرق - قالمة - للفترة (2014-2019)

تحت إشراف:

من إعداد الطالبتين:

- د.رشيد بوعسلة

- بلكبير ايمان

- مومني خولة

السنة الجامعية: 2019 - 2020



شكر وتقدير

نشكر الله الذي انار لنا درب العلم واعاننا على أداء هذا الواجب ووقفنا في انجاز هذا العمل المتواضع.

نحمده حمد الشاكر المقر بفضلته والعاجز عن الوفاء بشكره والثناء عليه، ونصلي ونسلم على سيدنا محمد

النبي الأمين وعلى صحبه ومن تبعهم الى يوم الدين.

يقول الله عز وجل: "لان شكرتم لأزيدنكم"

ويقول النبي صلى الله عليه وسلم: " من لا يشكر الناس لا يشكره الله"

كما نتقدم بالشكر الجزيل والثناء الخالص الى الاستاذ المشرف

"رشيد بوعلسة"

الذي رافقنا طيلة هذا البحث ولم يبخل علينا بنصائحه وتوجيهاته القيمة وتعامله ذو الميزة العالية جزاه الله

على كل خير، فلك منا كل الشكر والتقدير على توجيهاتك وتواضعك المتواصل لإتمام هذا العمل.

كما لا ننسى التقدم بخالص الشكر والتقدير إلى كافة مسؤولي و إدارات وعمال المؤسسة محل الدراسة

الميدانية إلى كل من ساعدنا من قريب او بعيد في انجاز هذا العمل، سواء بإرشاد او نصيحة.

إهداء

الى من نزلت في حقهم الآية الكريمة في قوله تعالى:

" واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما ربياني صغير "

الى من كلله الله بالهيبه والوقار، الى من علمني العطاء بدون انتظار، الى من احمل اسمه بكل افتخار، الى ينبوع الصبر والتفاؤل والامل "أبي الغالي" حفظه الله.

الى من ارضعتني الحب والحنان، الى رمز الحب وبلسم الشفاء، الى القلب الناصع بالبياض، الى الوجه المتألئ نوراً وجمالاً، الى قرة عيني "أمي الحبيبة" حفظها الله.

الى من كان ينتظر ثمرة عملي، الى من كان يبعث في روحنا البهجة ويغرس في نفوسنا الراحة والطمأنينة، الى من افتقده ويرتعش قلبي لذكره يا من اودعتني لله "أخي الغالي فتحي" رحمك الله وجعل قبرك روضة من رياض الجنة.

الى قوتي وملاذي بعد الله، الى من آثروني على انفسهم، الى من علموني علم الحياة، الى من اظهروا لي ما هو اجمل في الحياة اخوتي " إلهام، آسيا ونصفي الثاني لودو "، وسندي اخي " بدري".

الى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البرينة الى رياحين حياتي

" تيم ، يحيى ، دينا و لين "

الى رفيقة دربي المميّزة "خولة"، الى الاخوات التي لم تلدهن امي، الى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء صديقاتي، والى كل اهلي واحبائي.

إيمان

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم اللهم صلي وسلم على سيدنا محمد خاتم الانبياء والمرسلين الى يوم الدين اهدي ثمرة جهدي

الى من قال فيهما لله عز وجل " وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا.... "

إلى من حملتني وهنا على وهن و أهدتني من روحها قبسا، إلى من ربطني على مكارم الأخلاق " أمي الحنونة" أطال الله في عمرها.

الى من أطفأ ظلمة جهلي وكان خير مرشد لي نحو العلم والمعرفة إلى من ضحى من أجل أن ينير دربي و طريقي إلى معلمي الأول "أبي العزيز" أطال الله في عمره.

الى سندي وقوتي وملاذي بعد الله اخوتي سارة ومحمد ضياء الدين الى كل افراد عائلتي من الكبير الى الصغير

الى من جمعني بهم القدر وكانوا خير رفقة بي فيروز وايمان

الى اصدقائي الذين يسعهم القلب ولا تسعهم الصفحة

الى حاملي راية العلم والمعرفة والباحثين على الحقيقة

الى محبي الوطن والساهرين على رقيه وازدهاره

خولة

الصفحة	العنوان
	شكر وتقدير
	الاهداء
III - I	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الاشكال
أ - و	المقدمة العامة
الفصل الأول: اساسيات الهيكل التمويلي	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل التمويلي للمؤسسة
3	المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي
4	المطلب الثاني: الهيكل التمويلي الأمثل
5	المطلب الثالث: سياسات الهيكل التمويلي
9	المبحث الثاني: مصادر الهيكل المالي
9	المطلب الاول: مصادر التمويل الداخلي
12	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر
16	المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر
21	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي
21	المطلب الاول: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق
25	المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق
28	المطلب الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات الحديثة
29	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: تحليل الهيكل التمويلي	
31	تمهيد
32	المبحث الاول: محددات الهيكل التمويلي
32	المطلب الاول: المحددات الكمية للهيكل المالي

فهرس المحتويات

34	المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل المالي
35	المطلب الثالث: محددات أخرى للهيكل المالي
38	المبحث الثاني: نسب الهيكل التمويلي، تكلفة الاموال والرفع المالي
38	المطلب الاول: نسب الهيكل التمويلي
43	المطلب الثاني: تكلفة الأموال
48	المطلب الثالث: الرفع المالي
52	المبحث الثالث: طرق تصحيح الهيكل التمويلي للمؤسسة وكيفية استخدامها
52	المطلب الاول: اسباب اعتماد هيكل تمويلي غير امثل
53	المطلب الثاني: اساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة
54	المطلب الثالث: كيفية استخدام اساليب تصحيح خلل الهيكل المالي
56	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمؤسسة حصى الشرق -قائمة-	
58	تمهيد
59	المبحث الأول: الاطار النظري للمؤسسة محل الدراسة
59	المطلب الأول: تقديم مؤسسة حصى الشرق
60	المطلب الثاني: اهداف مؤسسة حصى الشرق
61	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة حصى الشرق
65	المبحث الثاني: دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة حصى الشرق
65	المطلب الأول: عرض الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة حصى الشرق للفترة (2014-2019)
67	المطلب الثاني: تحليل عناصر الميزانية المالية المختصرة
68	المطلب الثالث: دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة حصى الشرق للفترة (2014-2019)
76	المبحث الثالث: دراسة قياسية لمحددات الهيكل التمويلي لمؤسسة حصى الشرق
76	المطلب الأول: نماذج اشعة الانحدار الذاتي (VAR)
80	المطلب الثاني: عرض النموذج القياسي ومتغيراته
82	المطلب الثالث: تحليل نتائج النموذج القياسي
87	خلاصة الفصل الثالث
91-89	الخاتمة العامة

فهرس المحتويات

97-93	قائمة المراجع
117-99	الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
65	الميزانية المالية المختصرة لجانب الاصول للفترة 2014 - 2016	01
66	الميزانية المالية المختصرة لجانب الاصول للفترة 2017-2019	02
66	الميزانية المالية المختصرة لجانب الخصوم للفترة 2014-2016	03
66	الميزانية المالية المختصرة لجانب الخصوم للفترة 2017-2019	04
69	نسبة التمويل الدائم والتمويل الخاص للفترة 2014-2019	05
70	نسبة الديون الى اجمالي الاصول للفترة 2014-2019	06
71	نسب الاستقلالية المالية للفترة 2014-2019	07
72	نسبة السيولة ونسبة الربحية للفترة 2014-2019	08
73	نسبة الاصول الثابتة للفترة 2014-2019	09
74	نسب المردودية للفترة 2014-2019	10
82	نتائج اختبار للجذور "KPSS" الوحدوية المتعلقة بالسلاسل قيد الدراسة	11
83	درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR	12
85	تحليل التباين للنموذج نسبة الهيكل المالي	13
86	نتائج اختبار السببية بين متغيرات الدراسة لغرانج	14

قائمة الاشكال

قائمة الاشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
6	كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المتحفظة	01
7	كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المجازفة	02
8	كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المثلى	03
26	العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الافلاس	04
49	تمويل الاصل الاقتصادي وكيفية توزيع الثروة المتولدة عنه	05
62	الهيكل التنظيمي العام لمؤسسة حصص الشرق -قائمة-	06
67	التمثيل البياني لجانب الاصول خلال الفترة (2014-2019)	07
68	التمثيل البياني لجانب الخصوم خلال الفترة (2014-2019)	08
69	تمثيل بياني يمثل تطور نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص	09
70	تمثيل بياني يمثل تطور نسبة الديون الى اجمالي الأصول	10
71	تمثيل بياني يمثل تطور نسبة الاستقلالية المالية	11
72	تمثيل بياني يمثل تطور كل من نسب السيولة والربحية	12
73	تمثيل بياني يمثل تطور نسبة الأصول الثابتة	13
74	تمثيل بياني يمثل تطورات نسب المردودية	14

المقدمة العامة:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية الخلية الأساسية التي يقوم عليها اقتصاد الوطن وبالتالي فتطور هذا الأخير مرتبط بالفعالية الاقتصادية للمؤسسة ومدى قدرها على توليد الثروات، إلا أن المؤسسة تواجه العديد من المشاكل ولعل أبرزها إشكالية التمويل خاصة في الجزائر نظرا لقلّة الموارد، أو لصعوبة الحصول عليها، حيث أشار العديد من الباحثين إلى أن تعثر المؤسسة الاقتصادية يرجع إلى الاختلال في الهياكل المالية الذي يعتبر موضوع من أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية.

تلجأ المؤسسة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة من الأموال، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة، متوسطة أو قصيرة الأجل.

إن تنوع مصادر التمويل يصاحبه تنوع في تكلفة وشروط كل مصدر مما يضع متخذ القرار أمام مسألة المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة بطريقة تمكن من تحديد المزيج التمويلي الذي يحقق أهداف المؤسسة وتطلعاتها ويضمن استمراريتها في بيئة تتميز بالتنافس في كل المجالات، حتى تلك المتعلقة بالحصول على مصادر التمويل الخارجية، حيث أن البنوك والمؤسسات المالية تحار منح الأموال للمؤسسات الكفأ والأنجح لما تقدمه من ضمانات، في حين تفقد المؤسسات المتعثرة مصداقيتها أمام مؤسسات التمويل.

فالمؤسسة مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها، والتي ترفع من كفاءتها ولن يأتي لها ذلك إلا بعد تحليل علمي دقيق لبدائل التمويل المتاحة، ودراسة أهم محددات القرار التمويلي، على اعتبار أن الاختلاف والتباين في مصادر التمويل وعدم تجانسها، يمنح المؤسسة فرصة التنويع والمفاضلة بينها، لبلوغ المزيج التمويلي الأمثل، والذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأفراد ذات المصلحة في المؤسسة.

الاشكالية:

من خلال ما سبق فإن الاشكالية التي نسعى لمعالجتها من خلال هذه الدراسة تتمثل أساسا في الاجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ماهي العوامل المحددة للهيكال المالي في مؤسسة حصى الشرق -قائمة- ؟

المقدمة العامة

وفي ظل هذا التساؤل الرئيسي وضمن سياق الاجابة عنه يمكننا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما هي أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟
2. ماهي العوامل المؤثرة والمحددة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟
3. ماهي العلاقة بين نسبة الهيكل المالي والعوامل المحددة له في المؤسسة محل الدراسة؟

الفرضيات:

وللإجابة على الاسئلة المطروحة ومعالجة الموضوع، تم اعتماد الفرضيات التالية:

1. قد تكون هناك مجموعة من النظريات المختلفة المفسرة للهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية؛
2. تعتبر العوامل الكمية هي المؤثر الوحيد للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
3. وجود علاقة ذات دلالة احصائية طبيعتها طردية او عكسية بين المتغير التابع (نسبة الهيكل المالي) والمتغيرات الكمية المستقلة المفسرة له في المؤسسة محل الدراسة.

اسباب اختيار الموضوع:

لقد تم اختيار هذا الموضوع لعدة أسباب نذكر منها:

- توافق الموضوع مع نوع التخصص العلمي.
- القيمة العلمية والعملية التي يحظى بها هذا الموضوع.
- الحاح العديد من المختصين والخبراء في مالية المؤسسة على أن دراسة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ضرورية.
- الرغبة الشخصية للتعرف والاحاطة بهذا الموضوع نظرا للأهمية التي يحظى بها.

اهداف البحث:

نحاول من خلال هذا البحث تحقيق جملة من الاهداف نلخصها في

- محاولة الاجابة عن التساؤلات المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات؛
- معرفة أهم مصادر التمويل وتكلفة كل مصدر؛

المقدمة العامة

- تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة؛
- بناء نموذج قياسي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة حصى الشرق من خلال المحددات التي تؤثر على هيكلها المالي، باستخدام ادوات التحليل الاحصائي.

اهمية البحث:

تبرز أهمية الدراسة من الناحية:

- الأكاديمية باعتبارها تعالج موضوع محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية من خلال نموذج قياسي ممثل في اشعة الانحدار الذاتي (VAR) وباستخدام برمجية Eviews 9، بما يفتح المجال أمام الدراسين لاستفادة من استخدام هذه الأدوات لمعالجة هذا الموضوع في مؤسسات أخرى أو في معالجة مواضيع أخرى؛
- الاقتصادية حيث تساعد المؤسسة محل الدراسة في معرفة وتحليل هيكلها المالي ومحدداته وفق اسلوب احصائي تحليلي.

المنهج المستخدم:

للإجابة عن إشكالية البحث و محاولة اختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، فيما يخص الجانب النظري تم اعتماد المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسة وتكلفتها، وكذلك التعرف على اهم النظريات المفسرة للهيكل المالي، ام الجانب التطبيقي تم الاعتماد على المنهج التحليلي في تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة، كما تم الاعتماد على الاسلوب الاحصائي الكمي من خلال من خلال نموذج اشعة الانحدار الذاتي (VAR) وبرمجية Eviews9 من اجل تحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة حصى الشرق.

الادوات المستخدمة:

المصادر من الكتب المتعلقة بموضوع الدراسة، وما أتاحتها لنا من أفكار ومعلومات حيث كانت الاساس في إجراء هذا البحث والمذكرات ومجلات البحث العلمي وما تضمنته من معالجات لمختلف الاطروحات والاشكاليات المتعلقة بالمحددات الهيكل المالي، و ايضا المعطيات التي منحتها لنا المؤسسة محل دراسة الحالة.

صعوبات الدراسة:

من بين الصوبات التي واجهتنا خلال دراستنا لهذا الموضوع:

- عدم توفر المراجع الكافية للإلمام بجميع جوانب الموضوع؛
- عدم الاستقبال من طرف المؤسسة بسبب الظرف الصحي الخاص الذي تمر به (وباء كورونا).

الدراسات السابقة:

يعتبر بحثنا حلقة تكمل سلسلة البحوث السابقة، ومحطة جديدة تستند إليها البحوث اللاحقة، فالأبحاث التي أنجزت في مختلف جامعات الوطن وتناولت جوانب الموضوع، نذكر منها:

1. دراسة محمد شعبان (2010): وهي مذكرة ماجستير بعنوان "نحو اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية"، دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال حيث خلصت هذه الدراسة إلى نتائج أهمها أن الهياكل المالية للمؤسسات تتكون من صنفين أساسيين، هما أموال الملكية وأموال الاستدانة، كما تتدخل مجموعة كبيرة من العوامل في تحديد واختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة الاقتصادية التي من بينها العوامل التي يفرضها المحيط الخارجي.

2. دراسة بوربيعة غنية (2010-2011): مذكرة ماجستير بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة"، هدفت الدراسة إلى التعرف إلى أهم مصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، وتحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، واستعمال مختلف المؤشرات المالية من أجل تقييم أثر السياسات التمويلية المنتهجة على الوضع المالي للمؤسسة.

3. دراسة انفال حدة خبيزة (2012): مذكرة ماجستير بعنوان "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الاقتصادية"، دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى الجنوب هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على عملية تحليل الهيكل المالي وتأثيره على استراتيجية المؤسسة من خلال حساب نسب الهيكل المالي من أجل التعرف على مختلف مصادر التمويل التي اعتمدت عليها، حيث خلصت هذه الدراسة إلى أن الخيار الاستراتيجي والهيكل المالي يعتبران من القرارات ذات الارتباط حيث يمكن اختيار هيكل راس المال على ضوء الخيار الاستراتيجي الذي تعتمده المؤسسة كنمط لتسيير الاستراتيجي، ومن أهم التوصيات المقدمة العمل على تطوير الاستراتيجيات التنافسية للتصدي للمنافسة المحلية.

4. دراسة زغيب مليكة وغلاب نعيمة (2006): مداخلة بعنوان "تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية"، دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته للفترة "2002-2004"، هدفت

الدراسة محاولة استعراض أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وتقديم البدائل التمويلية المناسبة بهدف رفع القدرة التنافسية لهذه المؤسسات بتحليل الجانب المتعلق بمصادر الأموال من خلال دراسة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته للكشف عن مصدر التمويل الأمثل للمؤسسة، و توصلت الدراسة إلى أن الاعتماد على المصادر الخارجية كالديون زاد من تراجع المؤسسة ووقف نموها.

5. **دراسة يوسف قريشي(5005):** اطروحة دكتوراه بعنوان "سياسات التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر جامعة ورقلة ، هدفت الدراسة على الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حيث وجد أن المتغيرات المحددة للهيكل المالية هي حجم المؤسسة، معدل النمو وطبيعة القطاع، وبين الباحث أن هذه النتائج تتطابق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل، فالمؤسسات التي تتساوى في قدرتها على التمويل الذاتي تفضل البحث على مصادر التمويل لغير الاقتراض وفي مرحلة ثانية تفكر في الاقتراض البنكي على اعتبار هذا النوع من المؤسسات لا ينشط في السوق المالي فهو محروم من إمكانية إصدار الاسهم أو حتى القرض السندي، وهو ما يؤكد على الصعوبة التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عموما للحصول على مصادر التمويل.

6. **بوفليسي نجمة (2016):** العوامل المحددة لهيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مقال علمي، مجلة البحوث والدراسات الانسانية العدد 12-2016، حيث هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال قاعدة بيانات ل 82 مؤسسة لفترة (2012-2014) باستخدام الانحدار المتعدد لفحص العلاقة بين المتغيرات المستقلة (الحجم- المردودية- الضمانات النمو- الشكل القانوني) والمتغير التابع نسبة الاستدانة. حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الاستدانة ونسبة المردودية وهو ما يتوافق مع نظرية التمويل التسلسلي.

7. **بشيشي وليد مجلح سليم (2019):** محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي، مجلة دراسات اقتصادية المجلد 6 العدد 1 جوان 2019، هدفت الدراسة إلى إبراز محددات الهيكل المالي لمؤسسة الأجر برج صباط قالمة لفترة (2010-2016) باستخدام نموذج قياسي. وتوصلت الدراسة إلى هيكل الأصول للمؤسسة يؤثر سلبيا وبقوة في المدى الطوي دون القصير على الهيكل المالي للمؤسسة.

هيكل البحث:

سعيًا منا للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات البحث وللإجابة على إشكاليته فقد قمنا بتقسيم البحث كما

يلي:

الفصل الأول: أساسيات الهيكل المالي، حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل للتعريف على الهيكل المالي للمؤسسة والهيكل المالي الأمثل مع ذكر السياسات التمويلية، أما المبحث الثاني فيهتم بدراسة مصادر الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية من مصادر تمويل داخلية، ومصادر تمويل خارجية مباشرة، ومصادر تمويل خارجية غير مباشرة، ومن خلال المبحث الأخير من هذا الفصل نحاول التعرف على أهم النظريات التي عالجت الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، واعتمدنا في هذا المبحث على تصنيف هذه النظريات إلى ثلاثة أصناف رئيسية الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق وفي ظل عدم كمال الأسواق وأخيرًا الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة، ويعود سبب تعدد هذه التصنيفات إلى اختلاف الزاوية التي ينظر منها كل منظر أو باحث إلى الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

الفصل الثاني: خصص هذا الفصل لتحليل الهيكل التمويلي، حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل لدراسة أهم محددات الهيكل التمويلي من محددات كمية وكيفية ومحددات أخرى، أما المبحث الثاني من هذا الفصل فقد خصص لدراسة مختلف نسب الهيكل المالي وتكلفة الأموال والرفع المالي، ومن خلال المبحث الأخير من هذا الفصل تناولنا فيه كل من أسباب اعتماد هيكل تمويلي غير أمثل وكذلك أساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة وأخيرًا كيفية استخدام أساليب تصحيح خلل الهيكل المالي.

الفصل الثالث: تم تجسيد الجانب النظري بالجانب التطبيقي عن طريق دراسة حالة مؤسسة حصى الشرق، حيث تم في المبحث الأول تقديم الإطار النظري العام للمؤسسة محل الدراسة، ثم التعرض في المبحث الثاني إلى دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة بالاعتماد على القوائم المالية، وصولًا إلى دراسة قياسية لمحددات الهيكل المالي في المبحث الثالث.

وأخيرًا ختمنا هذا البحث ككل بالبحوث بخاتمة خلصنا فيها إلى عدة نتائج مكنتنا من إبداء بعض الاقتراحات في هذا الموضوع.

الفصل الأول:

اساسيات الهيكل التمويلي

تمهيد:

يعتبر الهيكل التمويلي من بين اهم المواضيع التي تثير اهتمام الباحثين في المجال المالي، وباعتبار المؤسسة مركز القرارات فإنها تقوم على جملة من القرارات المالية الخاصة من اجل تسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها، وبالتالي عليها المفاضلة بين بدائل مصادر التمويل الاساسية اما مصادر تمويل داخلية او خارجية.

وإن مسألة اختيار تركيبة الهيكل المالي تعد من بين النقاط التي تثير جدال حادا بين المختصين في مالية المؤسسات منذ قرابة ستين عاما وهذا ما يعد سببا لظهور العديد من النظريات التي تهتم بالهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية ومن بين النظريات ما يدعم فكرة وجود أمثلية للهيكل المالي ومنها ما ينفي وجود هذه الفكرة إطلاقا.

وعليه سنتعرض في هذا الفصل الى مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي من خلال المباحث الأتية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل المالي للمؤسسة؛

المبحث الثاني: مصادر الهيكل المالي؛

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهيكل التمويلي للمؤسسة

يعد التمويل الكيفية أو الطريقة التي تحصل عليها المؤسسة على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطها، ومن أجل ذلك تناولنا في هذا المبحث ماهية الهيكل المالي، والهيكل المالي الأمثل وكذا السياسات التمويلية المتبعة من طرف المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين، لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي وضمان عدم تعرضها للإفلاس. يعرف الهيكل المالي على أنه "تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية"¹، وحسب هذا التعريف الهيكل المالي هو مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر في الميزانية وهذا من الناحية المحاسبية.

ويعرف أيضا بأنه "يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل"².

أيضا يمكن تعريف الهيكل المالي على أنه "توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتمويل استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي من مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الالتزامات أي الخصوم في قائمة الميزانية المالية سواء كان خارجيا من الدائنين أو داخليا من الملاك"³.

كما يمكن تعريفه على أنه "كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات المؤسسة، ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر للميزانية أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل الذي تستخدمه المؤسسة اما هيكل راس المال الذي يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالديون طويلة الأجل، والأسهم العادية والأرباح المحتجزة"⁴.

¹ عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2009، ص 349.

² عبد الغفار الحنفي، رسمي زكية قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 128.

³ عاطف وليم اندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 402.

⁴ محمد أيمن الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكات، السعودية، 1999، ص 591.

ولابد من أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يكون عادة من القرض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزء من الهيكل المالي للمؤسسة¹.

ويمكن تقديم مفهوم شامل للهيكل المالي على أنه مجموعة مصادر التمويل سواء كانت أموال ملكية أو أموال مقترضة، أو كانت أموال طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

المطلب الثاني: الهيكل التمويلي الأمثل

يتمحور التساؤل الرئيسي في مجال تمويل المؤسسة هو حول الإمكانية من عدمها للمؤسسة من تحقيق هيكل مالي أمثل حيث تتاح للمؤسسة العديد من السيناريوهات المتعلقة بنمط التمويل حيث تختلف درجة المخاطرة من نوع إلى آخر وعليه فمن باب الرشادة ان تحسن المؤسسة اختيارها لهيكلها المالي وذلك من خلال ترشيد السياسة التمويلية للمؤسسة، حيث يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل من خلال:

يعرف الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بأنه "ذلك المزيج من التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا ما نجحت المؤسسة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين"².

ويعرف كذلك بأنه: ذلك المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة الأسهم السوقية، ويكون عند المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدنى مستوى له، إذا فسياسة الهيكل المالي يجب أن تضمن الموازنة بين المخاطرة ومزايا العائد³.

ويترتب على تحديد المؤسسة للهيكل المالي الأمثل المزايا التالية :

- تدنية المعدل الموزون لتكلفة التمويل؛

- تعظيم معدل العائد على حق الملكية؛

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 317.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 310.

³ جليل كاظم مدلول العارض، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2013، ص 37.

- تعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة قابلية المؤسسة على إيجاد فرص استثمارية جديدة.

ويتمثل الهدف من تحديد الهيكل المالي الأمثل معرفة تركيبة الأموال المستثمرة التي تجعل التكلفة المتوسطة أو المرجحة للأموال عند حدها الأدنى وذلك ضمن الظروف أو المعطيات المتوفرة¹.

المطلب الثالث: سياسات الهيكل التمويلي

تختلف سياسة التمويل التي تتبعها مؤسسة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها عن إدارة محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضلة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المقترضة. وعادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسياسات التمويل:

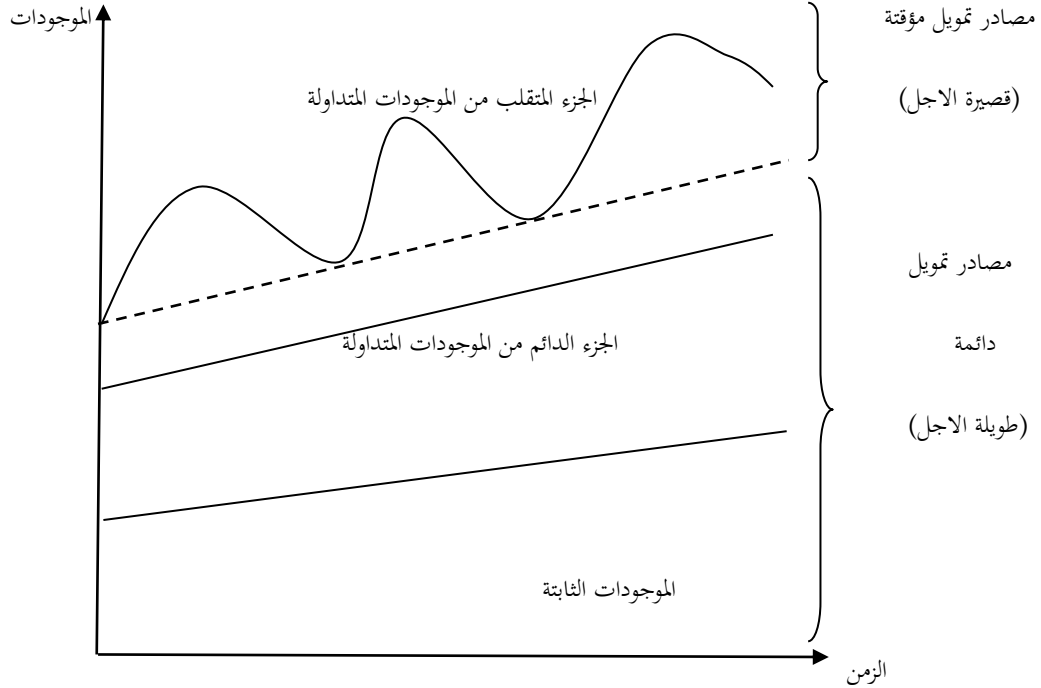
الفرع الأول: سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy

وهي السياسة التمويلية التي يتم اتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الاجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها، وهذه السياسة تخفض من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع²، كما هو موضح في الشكل رقم (01):

¹ محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الاردن، 2006، ص 311.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 1996، ص 187-189.

الشكل رقم(01): كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المتحفظة



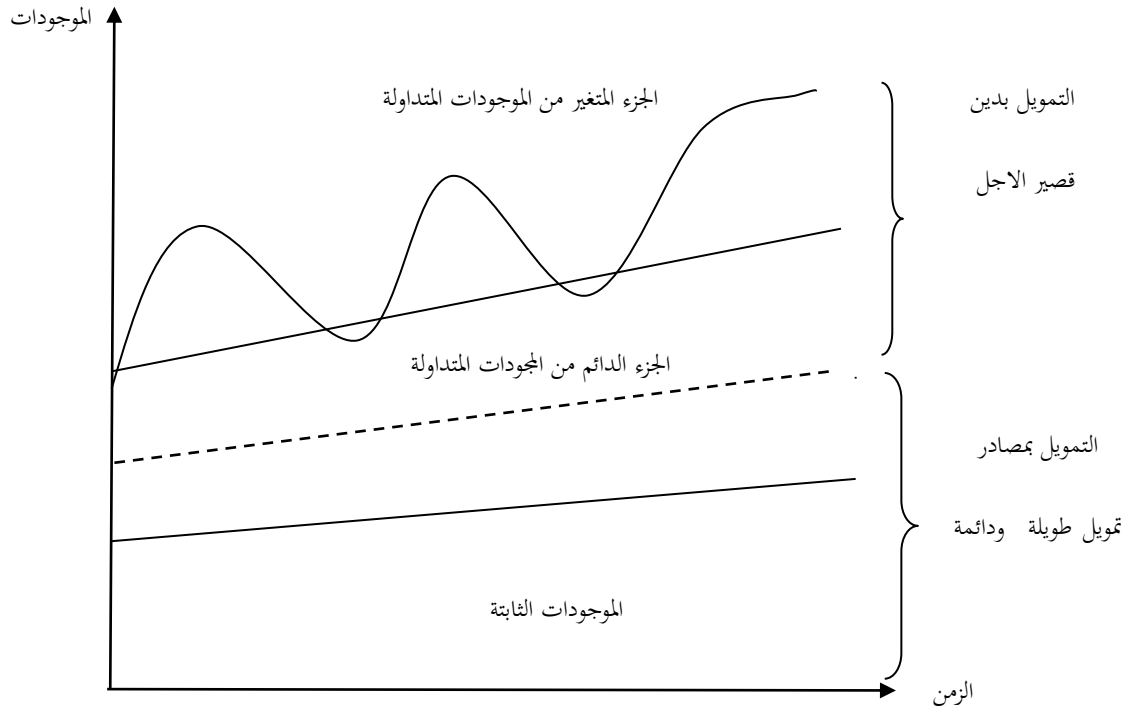
المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، مصر، 1996، ص 187.

الفرع الثاني: سياسة التمويل المجازفة Aggressive Financing Policy

وهي السياسة التمويلية التي يتم اتباعها عندما تتميز إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة فإنها قد تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الاجل الى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك املا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر¹، كما هو موضح في الشكل رقم(02):

¹ سام محمد الاغا، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل الزمن العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005، ص38.

الشكل رقم(02): كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المجازفة



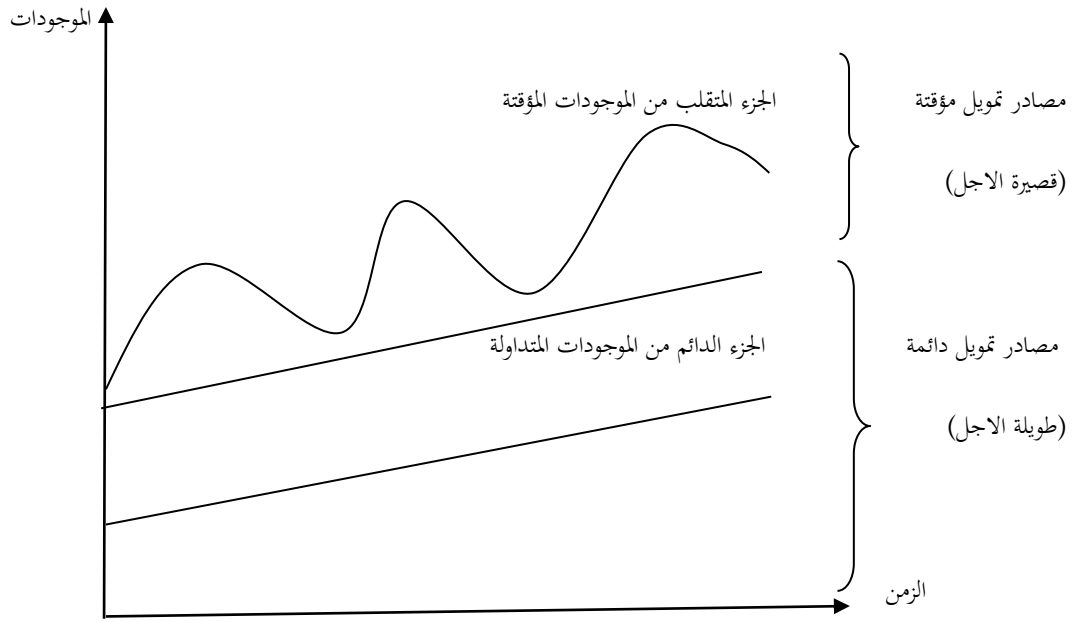
المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، مصر، 1996، ص 188.

الفرع الثالث: سياسة التمويل المثلى (المطابقة) Maturity Matching Financing Policy

ويقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الالتزام بمبدأ التغطية الذي يقضي بضرورة موازنة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المؤسسة بموجب اتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الاجل¹، والشكل رقم (03) يوضح هذه السياسة:

الشكل رقم(03): كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المثلى

¹ راضية قريوع، محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المديرية الجهوية للمنطقة الصناعية Drik سكيكدة، مذكرة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، ام البواقي، 2016-2017، ص 8. <http://bib.univ-oeb.dz.pdf>



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، مصر، 1996، ص 189.

المبحث الثاني: مصادر الهيكل المالي

يعتبر التمويل محورا هاما من محاور الوظيفة المالية للمؤسسة، فالتمويل هو مختلف العمليات التي تمكن المؤسسة من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطاتها، حيث يتكون الهيكل المالي من مختلف مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة، من مصادر تمويل داخلية و مصادر تمويل خارجية مباشرة وغير مباشرة.

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلي

يقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي أن مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال.

وتتكون مصادر التمويل الداخلي من الفائض النقدي، والذي يتمثل في مجموع الأرباح غير الموزعة ومخصصات الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي، بالإضافة إلى قيمة التنازل عن الأصول غير المستخدمة ولذلك فقد قمنا بتقسيم مصادر التمويل الداخلي الى تمويل ذاتي والتنازل عن الاستثمارات.

الفرع الأول: التمويل الذاتي

أولاً- تعريف التمويل الذاتي: يمكن تعريفه بأنه تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأس

اسي للمؤسسة و المحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية، فهو تلك النتائج الاجمالية التي سيعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافآت راس المال لينتج عنها فائض نقدي محقق بواسطة النشاط الأساسي و الموجه نحو تمويل النمو في الاحتياجات المالية مستقبلاً¹.

ويمكن تعريفه أيضا بأنه: مقدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية دون اللجوء الى المصادر الخارجية².

ثانياً- حساب التمويل الذاتي: يتم حساب التمويل الذاتي بواسطة العلاقة التالية³:

التمويل الذاتي = القدرة على التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، الطبعة الثانية، درا وائل للنشر، الأردن، 2011، ص 259.

² مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 36.

يتكون التمويل الذاتي من الفائض النقدي الصافي، مطروحا منه الأرباح الموزعة، وبما ان الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية، مضافا لها الإهلاكات والمؤونات، فإنه يمكن حساب التمويل الذاتي انطلاقا من الصيغة التالية:

التمويل الذاتي = النتيجة غير موزعة + الإهلاكات + المؤونات.

ثالثا- مكونات التمويل الذاتي:

1. **الاهتلاكات:** يعتبر الاهتلاك من العوامل المهمة المحددة لقدرة المؤسسة على تحقيق التمويل الذاتي. ويعرف الاهتلاك على أنه تقدير محاسبي لنقص غير قابل للانعكاس لقيمة أحد عناصر الأصول الناتج عن الاستعمال أو تغيير التقنيات، أو عبارة عن الإثبات المحاسبي لنقص قيمة الاستثمار بفعل الزمن أو الاستعمال، وعن طريقه يتم تجديد الاستثمار.

2. **الأرباح المحتجزة:** تمثل الأرباح المحتجزة عبارة جزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة ولم يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر في الميزانية العمومية للشركة ضمن عناصر حقوق الملكية¹. كما انها تمثل تلك الأرباح التي حجبت عن التوزيع على المساهمين في الشركة، وتعتبر من أموال الملكية (حقوق المساهمين)².

3. **المؤونات ذات الطابع الاحتياطي**³: المؤونات أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار فحسب المخطط المحاسبي الوطني فإن المؤونات توجد لمواجهة حدوث حدث او خطر محتمل بأنشطة المؤسسة كما نصت المادة 718 من القانون الجزائري على انه "حتى وفي غياب أو عدم كفاية الأرباح يجب القيام بالاهتلاكات والمؤونات اللازمة حتى تكون الميزانية مطابقة لمواقع، وتطبيق لمبدأ الحيطة والحذر تقوم المؤسسات بتكوين مخصصات تتمثل في قيمة المخزون والحقوق ومؤونات الأخطار والتكاليف، ومن الحالات التي تقوم المؤسسة فيها بتكوين المؤونات والمخصصات هي حالة احتمال أو ترقب حدوث أخطار محدقة بالمؤسسة مما يترتب عنها تكاليف باهظة عند وقوعها.

¹ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997، ص 55.

² طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، ص 143.

³ احمد بن فليس، المحاسبة المعمقة واعمال نهاية السنة المالية، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2000، ص 10.

فالمؤونات هي مقابلة الانخفاض غير العادي في قيمة الأصول، وعلى المؤسسة ان تسعى الى تفادي هذا الانخفاض¹.

ويمكن التمييز بين ثلاث مجموعات كبيرة للمؤونات وهي²:

- مؤونة الأعباء والخسائر؛
- مؤونة الأعباء الموزعة على عدة سنوات؛
- مؤونة التقاعد الاجبارية للأشخاص المشتغلين.

الفرع الثاني: التنازل عن الاستثمارات

مهما كان السبب فإنه على المؤسسة عندما تتنازل عن جزء من استثماراتها أن تسجل ذلك في محاسبتها، وفي كل الحالات فإن خروج أي استثمار عن طريق البيع أو عن طريق التوقيف عن الاستخدام يخضع محاسبيا إلى³:

أولاً- إثبات قسط الاهتلاك: الذي يتعلق بالفترة التي قضاها الاستثمار ضمن استثمارات المؤسسة وذلك في تاريخ التنازل يجعل الحساب (682 حصص الاهتلاكات أو الحساب 699 حصص استثنائية) لدينا وذلك يجعل حساب اهتلاك الاستثمار المعني دائنا.

ثانياً- ترصيد حساب اهتلاك الاستثمار: أي ترصيد حساب اهتلاك الاستثمار المعني بالتنازل يجعله لدينا وذلك يجعل حساب الاستثمار المعني دائنا، من أجل تحديد باقي القيمة المحاسبة للاستثمار المتنازل عنه وتسجيلها في الجانب المدين من الحساب (692 القيمة الباقية للاستثمارات المتنازل عنها).

ثالثاً- إثبات قيد التنازل: يجعل الحساب (792 إيرادات التنازل عن الاستثمارات) دائنا، وذلك يجعل احد حسابات النقديات أو الحساب (429 مدينوا الاستثمارات الأخرى) لدينا.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجي المباشر

¹ ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: التحليل المالي، الجزء الأول، مطبعة دار البعث، 1990، ص 28.
² أحمد حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع، الاردن، 2004، ص 935.
³ سعدان شبايكي، تقنيات المحاسبة حسب المخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998، ص 211-212.

تتم عمليات التمويل الخارجي المباشر بين المقرضين والمقرضين بدون تدخل وسيط مالي، من خلال إصدار مستخدمي الأموال أصل مالي عادة ما يتعهد المدين المقرض بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته، بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف، وتمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال.

الفرع لأول: التمويل عن طريق الأسهم

تنقسم الأسهم إلى اسهم عادية واسهم ممتازة:

أولاً- الأسهم العادية: تعتبر الأسهم العادية وسيلة تمويل رئيسية خاصة في شركات المساهمة، ويمكن اللجوء إليها عند بدأ المشروع أو خلال حياته:

1. تعريف الأسهم العادية: السهم العادي هو جزء من المال في المؤسسة، ويكون محدد القيمة ويثبت لصاحبه حقا قبل المؤسسة التي يساهم فيها، ويكون حملة الأسهم العادية أصحاب المؤسسة الحقيقيون، حيث يحدد النظام الأساسي للمؤسسة قيمة رأس المال المصرح به، ثم يتم إصدار اسهم بكل قيمة رأس المال المصرح به أو باقل تكلفة من هذه القيمة، وعند إصدار الأسهم قد يطلب من المساهمين دفع قيمة السهم بالكامل أو نسبة منها وتدفع باقي القيمة وفقا للأسس التي تحدد في نشرة الاكتتاب، وتسمى القيمة المدفوعة من المساهمين برأس المال المدفوع¹.

يمثل السهم العادي common stock مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقسمة سوقية.

2. مزايا وعيوب الأسهم العادية: هناك العديد من المزايا والعيوب نذكر منها ما يلي:

1.2. المزايا: تتمثل في²:

- لا تشكل كلفة ثابتة على المؤسسة لأنه لا يستحق عليها عائدا الا اذا تحقق ربح وتقرر توزيعه كله أو جزء منه؛
- تعطي الأسهم العادية كمصدر تمويلي للمؤسسة مرونة أكثر من الأوراق المالية ثابتة الكلفة مثل الاسناد والأسهم الممتازة كما تكون اقل خطورة من غيرها؛

¹ عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، اليمن، 2013، ص 242.

² اليمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 89.

- تفادي فرض بعض القيود المالية التي قد ترد من مصادر التمويل الأخرى مثل الحفاظ على مستوى محدد من المديونية ومستوى معين من راس المال؛
- مصدر تمويلي مناسب عندما تكون المؤسسة قد استخدمت كامل طاقتها على الاقتراض؛
- أكثر سهولة في التسويق من أوراق الدين الأخرى خاصة اذا كان مستقبل الشركة المصدرة لها جيداً؛
- لا تتضمن تاريخ استحقاق محدد كما هو الحال في الاسناد الامر الذي لا يشكل عبئا على التدفقات النقدية.

2.2. العيوب: من بين عيوب الأسهم العادية ما يلي¹:

- يؤدي اصدار المزيد من الأسهم العادية الى ارتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين: أولهما ان مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية اعلى من مخاطر الاستثمار في غيرها من الأوراق المالية، وبالتالي فان العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعا. اما السبب الثاني فهو ان أرباح الأسهم على عكس فوائد السندات لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها وفورات ضريبية؛
- في ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لإدارة المؤسسة فقد يبادر الى اذهان المستثمرين بان قرار اصدار اسهم عادية جديدة هو رد فعل لاعتماد الإدارة بان القيمة السوقية للاسهم مغال فيها وان الطرح الجديد يمثل فرصة لحصيلة أكبر؛
- قد يترتب على اصدار اسهم عادية جديدة دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية.

ثانياً- الأسهم الممتازة: قد تلجأ المؤسسات الى اصدار الاسهم الممتازة وذلك كوسيلة لرفع رأسمالها وذلك لما يكتسبه هذا النوع من الاسهم من امتيازات يمكن ان تجذب المستثمرين لاستثمار اموالهم في راس مال المؤسسة.

1. تعريف الأسهم الممتازة: يعرف السهم الممتاز بأنه " أداة مالية هجينة تجمع بين صفات اداة المديونية (السند) واداة الملكية (السهم العادي)، يعطي الحق لحامله في الحصول على عائد محدد سنويا إما بنسبة من القيمة الإسمية او مبلغ محدد، بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم"²، اكتسب السهم الممتاز هذه التسمية لتفضيل

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص 17.

² أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الاردن، 2004، ص 66.

حملته على حملة السهم العادي، سواء من حيث الحصول على الربح او اقتسام موجودات الشركة عند التصفية.

2. مزايا وعيوب الاسهم الممتازة: للاسهم الممتازة العديد من المزايا والعيوب تتمثل فيما يلي:

1.2. مزايا التمويل بالأسهم الممتازة: تتمثل فيما يلي¹:

- إصدار هذه الاسهم لا يؤثر على السيطرة في المنظمة وذلك لانعدام حقها في التصويت؛
- لا تحتاج المنشأة الى رهن اصولها عند اصدار الاسهم الممتازة؛
- لا تحمل موعد استحقاق محدد.

2.2. عيوب التمويل بالأسهم الممتازة: تتمثل فيما يلي²:

- عيوب الاسهم بالنسبة للشركة:
 - لا تعتبر ارباحها مصاريف لغايات الضرائب اي ان ارباحها لا تخفض من الوعاء الضريبي؛
 - تعهد الشركة بتوزيع نسبة شبه ثابتة من الارباح على حملة هذه الاسهم يمثل عبئا على الشركة تماما مثل السندات؛
 - تعتبر تكلفة الاسهم الممتازة عالية إذا ما قورنت بالسندات.
- عيوب الاسهم بالنسبة للمستثمرين:
 - يتحملون جزء من الخطر مثلهم في ذلك مثل الاسهم العادية ولكن بدرجة اقل ومع ذلك فإن حصصه من الارباح في الغالب ثابتة ومحددة؛
 - اسعار هذه الاسهم متقلبة مثل الاسهم العادية وليست شبه ثابتة مثل السندات؛
 - ليس لهم الحق بالمشاركة في الإدارة.

الفرع الثاني: التمويل السندي

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2008، ص 85.

² سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 52.

تلجأ المؤسسات التي تنشط في محيط يتميز بكفاءة ونشاط للأسواق المالية الى الاستدانة عن طريق اصدار للسندات في السوق المالي وذلك من اجل الحصول على أموال مهمة لتمويل نشاطاتها.

أولاً- تعريف التمويل السندي: السندات هي: "من الديون الطويلة الاجل، فهي تمثل ورقة مديونية تتضمن التزاما بالدفع خلال مدة تزيد عن السنة، تصدرها المؤسسات الخاصة او الهيآت الحكومية، فالسند هو حصة قرض طويل الاجل مدفوع للجهة المصدرة لهذا السند¹.

ويتم الاكتتاب في السندات اما عن طريق الاكتتاب العام، او عن طريق اكتتاب محدود يقتصر على عدد معين ومحدد من الافراد او الهيآت او المؤسسات المالية، وبصفة عامة فان القيمة الاسمية للسند تكون اكبر من القيمة الاسمية للاسهم العادية، ويترتب على اصدار السندات تحمل تكاليف ثابتة مثل عمولة ومصاريف الإصدار وغيرها من المصروفات المرتبطة بعملية الاكتتاب كما ان اصدار السند يرتبط بفائدة تستحق لحامل السند، الامر الذي يزيد من عبء تكلفة التمويل عن طريق هذا المصدر التمويلي².

ويمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات منها: (السندات الحكومية؛ سندات الشركات؛ السندات المضمونة؛ السندات غير مضمونة؛...)

ثانيا: مزايا وعيوب السندات

1- المزايا: تشتمل المزايا على ما يلي³:

- أن تكلفة السند محددة من قبل، فحاملوه لا يشاركون الشركة في الأرباح التي قد تحققها؛
- عائد السندات غالبا ما يكون أقل من عائد الأسهم العادية؛
- لا يشارك حملة السندات مالكي الشركة في الرقابة عند استخدام القروض في تمويل الشركة؛
- أن مدفوعات الفوائد على القروض تقتطع قبل حساب الضريبة؛
- تحقيق المرونة في الهيكل المالي لشركة بوضع شرط حق الاسترداد في وثيقة التعاقد.

¹ عدنان تايه النعيمي واخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 203.

² محمد عثمان إسماعيل حميد، اسواق راس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 133.

³ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 162.

2- العيوب: لا يجوز لحامل السند التصويت او التدخل في شؤون الإدارة، كما ان الدخل الثابت قد لا يتأثر بالتضخم بمرور الزمن.

المطلب الثالث: مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

في حالة ما كانت المؤسسة غير متأكدة من انها تستطيع الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية لتمويل أنشطتها، او مصادر التمويل الخارجية المباشرة، فانه يتعين عليها في تلك الحالة تقدير حجم متطلباتها من مصادر التمويل الخارجي غير المباشر.

الفرع الأول: التمويل الطويل والمتوسط الأجل

هذا النوع من مصادر التمويل يتمثل أساسا في القروض الممنوحة من طرف البنوك او الهيآت المالية المتخصصة، ويمكن ان تكون في شكل تأجير.

أولا- القروض المصرفية طويلة الأجل: وهي إحدى مصادر التمويل المتاحة طويلة الأجل وتكون مدتها أكثر من سبعة سنوات، وتمنح مثل هذه القروض من البنوك ومؤسسات الأموال الاخرى وقد تكون هذه البنوك من داخل البلد أو من خارجه ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقترض وكذلك اسلوب إعادة المبلغ المقترض في المواعيد التي يتفق عليها وتكون على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين¹.

1. مزايا وعيوب التمويل بالقروض طويلة الأجل²:

1.1. المزايا: ونذكر منها ما يلي:

- عملية الحصول على القروض طويلة الاجل لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي يتطلب اجراء عملية الإصدار العام للجمهور؛
- سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقترضة خصوصا اذا كان المقترض طرفا وحيدا؛
- الاستعانة بالقروض طويلة الاجل يجنب اللجوء الى القروض قصيرة الاجل وبالتالي تفادي مخاطر احتمال عدم التجديد او مواعيد الاستحقاق القصيرة.

2.2. العيوب: ونذكر منها:

¹ دريد كامل ال شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 137.

² مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 191.

- في العادة تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصا مقيدة للمؤسسات المقترضة لحماية حقوق الدائنين، بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذا القيد؛
- كون هذه القروض طويلة الاجل، فالمقرض يطلب ضمانات قد لا تكون في متناول المؤسسة، يلجا الى دراسات معمقة لوضعية المؤسسة وقد تكون تكاليف هذه الدراسات عالية، لذا فالمقترض يضع حدا للقروض المقدمة لتغطية هذه التكاليف.

ثانيا- القروض المصرفية متوسطة الأجل: وهي القروض التي تتراوح مدتها ما بين سنة الى نهاية خمسة سنوات وغالبا يتم تسديد هذا النوع من القروض على شكل اقساط يتم تحديد مواعيد استحقاقها وقيمتها، التي قد تكون متساوية في شروط عقد الاقتراض، ويكون سعر الفائدة للقروض متوسطة الأجل اعلى من سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل¹.

1. مزايا وعيوب التمويل بالقروض متوسطة الاجل²:

1.1. المزايا: يرجع اهتمام المؤسسات الى هذا النوع من القروض للعديد من المميزات من أهمها:

- ان هذه القروض تلائم ظروف المؤسسة في الانفاق على المشروعات قيد الإنجاز، حيث تقتض في حدود متطلبات كل مرحلة من مراحل الإنجاز مما يؤدي الى تخفيض التكاليف؛
- يساعد في سد الفجوة التضخمية، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي التي تحدث عندما تصبح المؤسسة عاجزة عن الاستمرار في التمويل القصير الاجل، حيث يمكن للمؤسسة ان تلجا الى القرض المتوسط الاجل بشكل أساسي لسد هذه الفجوة؛
- يمكن استخدام هذه القروض في حالة عدم إمكانية تجديد القروض القصيرة الاجل، خاصة في فترات ارتفاع أسعار الفائدة او مواجهة الظروف الطارئة.

2.1. العيوب: قد يترتب على القروض المتوسطة الاجل العديد من العيوب من أهمها:

- تعهد المؤسسة المقترضة بعدم ادخال تعديلات جذرية على أصولها والتي من شأنها تضعف قدرة المؤسسة على السداد كان تتعهد المؤسسة بعدم بيع بعض الأصول الثابتة الا بإذن المقرض؛

¹ عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص 280.

² نظير رياض وآخرون، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص 178.

- قد تشترط الجهة المقرضة على المؤسسة عدم شراء أصول جديدة، وذلك لأنها لا ترغب في إعادة توظيف أرباح المؤسسة المحققة في اجراء توسيعات جديدة.

ثالثاً- التمويل بالاستئجار

1. تعريف التمويل بالاستئجار: يهدف إلى استئجار المباني و المعدات وليس امتلاكها، وإن كان هذا الامتلاك في معظم الأحيان يحقق لها هدف، وقد ظهر في السنوات الأخيرة في معظم الدول استئجار هذه الأصول بدلا من شرائها وبعد أن كان الاستئجار مقتصرًا على الأراضي و المباني، فقد أصبح يتمثل تقريبا جميع الأصول الثابتة، ونظريا فإن الاستئجار يشبه الاقتراض إلى حد كبير، وبالتالي فيترتب عليه "رفعا ماليا" مثله في ذلك مثل الاقتراض¹.

ونميز عدة أنواع من التمويل بالاستئجار منها²: (التأجير المالي؛ التأجير التشغيلي؛ البيع وإعادة الاستئجار).

2. مميزات وعيوب التمويل بالاستئجار:

1.2. المميزات: تتمثل فيما يلي³:

- المرونة وقلة القيود الموضوعية على المستأجر مقارنة بالأنواع الأخرى من الاقتراض؛
- الاعتبارات الضريبية حيث يعتبر التأجير مصروفاً يخفض المبالغ الخاضعة للضريبة؛
- المشروع يستفيد من القيمة الاقتصادية الأصل للمستأجر دون ان يظهر مقابل ذلك اي التزام في سجلات المحاسبة مقارنة بالشراء عن طريق الاقتراض حيث يضم الأصل نفسه الى جانب مبلغ الاقتراض.

2.2. العيوب: يمتد عقد الايجار لفترة زمنية محددة وعند انتهاء هذه الفترة يكون على المستأجر إعادة الأصل

المؤجر الى المؤجر ويمكن تجديد هذا العقد بنفس شروط او بشروط جديدة، وان أعباء الفوائد التي تتحملها المؤسسة في حالة الاستئجار يكون أكبر من حجم فوائد القروض.

الفرع الثاني: التمويل القصير الأجل

ان التمويل القصير الاجل هو الحصول على الأموال من المصادر المختلفة لمدة قصيرة، وهي اما ائتمان

¹ عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص 178.

² عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2006، الأردن، ص 100-101.

³ عدنان هاشم السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 281-282.

تجاري، اما الائتمان مصرفي و اما أوراق تجارية.

أولاً- تعريفه التمويل القصير الاجل: يقصد بالتمويل قصير الأجل ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات أي لتغطية الاحتياجات المالية الموسمية وقصيرة الأجل الخاصة بتنفيذ الأنشطة الجارية للمشروعات وتكون فترة التمويل عادة اقل من سنة لتغطية دورة الاستثمار سواء آلات صناعية أو تجارية¹.

ثانياً- أنواع التمويل القصير الاجل: تنقسم مصادر التمويل القصيرة الأجل الى:

1. الائتمان التجاري: هو نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية، وتعتمد المؤسسات على هذا المصدر من التمويل بدرجة كبيرة من اعتمادها على الائتمان المصرفي وغيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل². يتخذ الائتمان التجاري عدت اشكال أهمها³: (الحساب الجاري؛ الكمبيالات؛ الشيكات المؤجلة؛...)

1.1. مزايا وعيوب الائتمان التجاري:

- **المزايا:** يتمتع الائتمان التجاري بعدة مزايا من أهمها ما يلي⁴:
 - التوافر باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، حيث تزداد أهميتها في المؤسسات الصغيرة التي قد تواجه محددات و قيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل؛
 - المرونة في حالة زيادة مبيعات المؤسسة، فان ذلك بالنتيجة يؤدي الى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات؛
 - قلة القيود او عدمها، حيث ان شروط الائتمان التجاري مبسطة مقارنة مع المصادر الأخرى.
- **العيوب:** يرتبط الائتمان التجاري أيضا ببعض العيوب فهو متاح فقط للمؤسسات التي تلتزم في السداد، وبالنسبة للأعمال الجديدة فانه من الصعب جدا تمويل راس المال العامل من خلال الائتمان التجاري وكما انها مكلفة للغاية في حالة اذا لم يتم السداد في تاريخ الاستحقاق.

2. الائتمان المصرفي: يعتبر الائتمان المصرفي قصير الاجل الذي تمنحه البنوك التجارية مصدرا هاما من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المشروعات في تمويل عمليات قصيرة الاجل. وذلك نظرا لتعدد البنوك التجارية

¹ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 138.

² منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 7.

³ عبد الحلیم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 73-74.

⁴ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، اساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الاردن، 2007، ص 147.

وتعدد فروعها بحيث يستطيع المشروع الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياته القصيرة الاجل من الفروع القريبة¹.

3. الاوراق التجارية: تتمثل الاوراق التجارية في كمبيالات تتراوح تاريخ الاستحقاق من خمسة أيام الى تسعة اشهر، وتقتصر فترة التداول على الكمبيالات التي تصدرها مؤسسات الاعمال كبيرة الحجم ذات المكانة الرسمية والمعروفة في المجتمع وعادة ما تحصل تلك المؤسسات على ائتمان مفتوح لدى بعض المصارف التجارية تقوم بمقتضاه تلك المصارف بدفع قيمة تلك الاوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق وهو ما قد يعد تقوية لمركز تلك الاوراق. والهدف من اصدار هذه الكمبيالات هو الحصول على تمويل قصير الاجل لتمويل النشاط التجاري قبل شراء المخزون ودفع الأجور ويمكن استخدام هذه الكمبيالات كمصدر تمويلي مؤقت².

1.3. مميزات وعيوب الأوراق التجارية³:

- **المزايا:** تتمتع الأوراق التجارية بالمزايا التالية:
 - لا تحتاج الى ضمانات لإصدارها؛
 - سهولة الحصول على هذا النوع من التمويل؛
 - انخفاض تكلفة هذا النوع من التمويل بالمقارنة بالنوعين السابقين "المصرفي والتجاري"؛
 - زيادة حجم المبلغ المقترض كنتيجة لتعدد المستثمرين الذين يقبلون على شراء السندات؛
 - تعزيز مكانة المقترض الذي تنتج أوراقه المالية في السوق؛
 - قصر المدة الممكن الحصول فيها على الأموال بواسطة الأوراق التجارية.
- **العيوب:** تتمثل عيوب الأوراق التجارية فيما يلي:
 - حساسية سوق الأوراق المالية وسرعة تأثره بالظروف؛
 - عدم إمكانية الدفع السنوي؛
 - وجوب دفع قيمة السندات لأصحابها في موعد استحقاقها.

¹ طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 43.

² امين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص 63.

³ محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 518-519.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي

ان اختيار تركيبة الهيكل التمويلي تعد من بين النقاط التي تثير جدلا حادا بين المختصين في مالية المؤسسة، وهذا ما يعد سببا لظهور العديد من النظريات التي تهتم بالهيكل التمويلي. تنصب اغلب نظريات الهيكل التمويلي حول امكانية وجود هيكل مالي امثل، اذ يقصد بأمثليه الهيكل التمويلي مدى امكانية اختيارها لنسب تمويل معينة بين كل من الاموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي الى تدنئة تكلفة راس المال الى اقصى حد ممكن.

المطلب الأول: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق

تختلف وجهات النظر التي قامت بدراسة الهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق، بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل مالي امثل والمتمثلة في المقاربات التالية: نظرية صافي الربح، نظرية صافي ربح العمليات، نظرية تقليدية، ونظرية مود كلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس.

الفرع الأول: نظرية صافي الربح Net Income Theory

يعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتة ولا تتغير وليس لها علاقة بالهيكل المالي، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض) في الهيكل المالي لا يترتب عليها ارتفاع أو انخفاض في تكلفة أموال القروض أو الأموال الخاصة.

تقوم نظرية صافي الربح على الافتراضات التالية¹:

- الزيادة في استخدام القروض لا يغير من ادراك المستثمرين للمخاطر ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير نسبة الرفع المالي؛
- نظرا لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط (أي صافي الربح بعد الفائدة) فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين؛

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوارق للنشر والتوزيع، الاردن، 2008، ص 534.

- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل راس المال ثابتة، غير انه ليس هناك ما يمنع الشركة من تغيير الخليط الذي يتكون منه هيكل الاموال ونظراً لحجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني ان صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.

الفرع الثاني: نظرية صافي ربح العمليات Net Operating Income Approach

حسب هذه النظرية فان التغيير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ولا في القيمة السوقية للمؤسسة حيث تكون هذه الأخيرة مستقلة عن أي تغيرات في الهيكل المالي وهي أيضاً مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة (WACC).

زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي الى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فان الملاك لابد وان يطلبوا معدل العائد المطلوب ويمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فان تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي¹.

وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات هي²:

- تحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي كلفة الأموال المرجحة، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية؛

- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال لذلك فإن الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (كلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضاً؛

- زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على القروض بطرح سندات وهو مصدر تمويل منخفض الكلفة يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية لذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل كلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي؛

- ثبات معدل الفائدة على القروض؛

1 حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 539-540.

2 الحناوي محمد الصالح، العيد جلال إبراهيم، الإدارة المالية (مدخل القيمة و اتخاذ القرارات)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2002، ص 317.

- عدم وجود ضريبة على أرباح الشركة.

الفرع الثالث: النظرية التقليدية

يعتبر المفهوم التقليدي مفهوما بسيطا بين مدخل صافي الربح وصافي ربح العمليات، حيث يركز مفهومه في ان القيمة الكلية للمشروع يمكن ان تزداد في السوق كذلك يمكن تخفيض التكلفة الكلية للأموال عن طريق تحديد الاقتراض واموال الملكية¹.

تقوم النظرية على الفرضيات التالية²:

- توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة؛

- خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت حتى في حالة القيام باستثمارات جديدة؛

- توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة ومتجانسة؛

في حالة تغير نسبة: الأموال المقترضة/ الأموال الخاصة، فان مورد التمويل الجديد يتم اللجوء اليه من اجل التقليل من المصدر الاخر؛

- المؤسسة تعمل في محيط تنعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات.

الفرع الرابع: نظرية مود كلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس

ان اهم ما يميز مدخل مود كلياني وميلر لسنة 1958 هو اختلافه الجذري مع ما جاء به المدخل التقليدي للهيكل المالي بنفي فكرة وجود هيكل مالي امثل.

وحسب مود كلياني وميلر ان المؤسسة التي تعتمد على الديون ترتفع قيمتها الكلية عكس المؤسسة التي لا تعتمد على الديون أو تعتمد عليها بنسبة أقل ويقوم تحليلهم على مفهوم المراجعة والتي تعني على افتراض أن

¹ الحناوي محمد صالح، العيد جلال ابراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 302.

² أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب gms بسكرة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2010/2011، ص 21 - 22.

المستثمر يمكنه استبدال الرفع المالي للمؤسسة برفعة مالية شخصية كعملية معاكسة لرفع المؤسسة وبذلك يمكن الحفاظ على التوازن في السوق¹.

وقد طور مود كلياني وميلر نظريتهما بالاستناد الى الافتراضات الآتية²:

- أسواق راس المال هي أسواق منافسة تامة، اذ تتوفر المعلومات للمستثمرين مع عدم وجود كلف لمعاملات البيع والشراء؛
- تصنيف المؤسسة على أساس المخاطرة نسبة الى التباين في الأرباح قبل الفوائد والضرائب؛
- الاقتراض خال من المخاطرة ولا توجد حدود لإصدار الديون، لذلك فان معدل الفائدة على الدين ثابت؛
- قيمة المؤسسة تعتمد على دخلها التشغيلي، وان توقعات المستثمرين متجانسة حول القيمة المستقبلية المتوقعة لدخل المؤسسة.

وقام مود كلياني وميلر بتوضيح فكرتهما بالاعتماد على مدخلان كما يلي³:

أولاً- الحقيقة الأولى لمود كلياني وميلر: تتمثل في أنه لا يمكن للمؤسسة أن تزيد من قيمتها السوقية وبالتالي قيمة الأموال الخاصة وهو ما يعرف بالحقيقة الأولى لمود كلياني وميلر.

حيث تتوقف قيمة المؤسسة على التدفقات الناتجة من الاستثمارات والمتمثلة في صافي ربح العمليات أو EBIT وبالتالي فإن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال العلاقة التالية: $V=EBIT/K_e$

حيث K_e التكلفة الكلية للأموال

ثانياً- الحقيقة الثانية لمود كلياني وميلر: يبين العالمان في هذه الحقيقة أن العائد المطلوب تحقيقه على الأموال الخاصة K_c يرتبط طردياً مع حجم الاقتراض، إذ يزيد العائد المطلوب تحقيقه بالنسبة للأموال الخاصة كلما زادت القروض ويرجع ذلك إلى زيادة مخاطر الأموال الخاصة مع زيادة الاقتراض وبالتالي ضرورة زيادة العائد المطلوب تحقيقه نتيجة لذلك، وتحدد بالعلاقة التالية:

$$K_c = K_0 + (K_0 - i)D/SL$$

¹ عبد الغفار الحنفي، رسمي زكية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 205.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، اثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 175.

³ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 1999، ص 348-349.

أي أن تكلفة الأموال الخاصة KC تساوي ما يلي:

- تكلفة الأموال الخاصة K_0 لمؤسسة لا تلجأ إلى الديون؛

يضاف إلى ذلك علاوة مقابل المخاطر المالية نتيجة الاقتراض وتتحدد هذه العلاوة بناء على الفرق $(K_0 - i)$ وحجم الاقتراض D/SL حيث:

i : لتكلفة الثابتة للاقتراض؛

D : القيمة الكلية للديون؛

S : القيمة الكلية للأموال الخاصة.

المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق

تناولنا في هذا المطلب الأطر النظرية للهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق من وجهة نظر كل من مودكلياني و ميلر في ظل وجود الضرائب و تكلفة الإفلاس و في ظل نظرية التسوية.

الفرع الأول: نموذج مودكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب

في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة تكون القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على التمويل الداخلي الى جانب مصادر التمويل الخارجي أكبر من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على مصادر التمويل الداخلي فقط، ففوائد القروض تعتبر من بين المصروفات التي لا تحتاج للضريبة، وبالتالي للمؤسسة التي يحتوي هيكل مالها على القروض تستفيد من وفورات ضريبية، وفي حالة وجود فرق بين القيمة السوقية للمؤسسة لا يجب ان تزيد او نقصها من القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، وفي حالة زيادة او نقصان هذا الفارق فعملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين ويكون الهيكل المالي الامثل والذي يكون فيه نسبة الاقتراض أكبر ما يمكن¹.

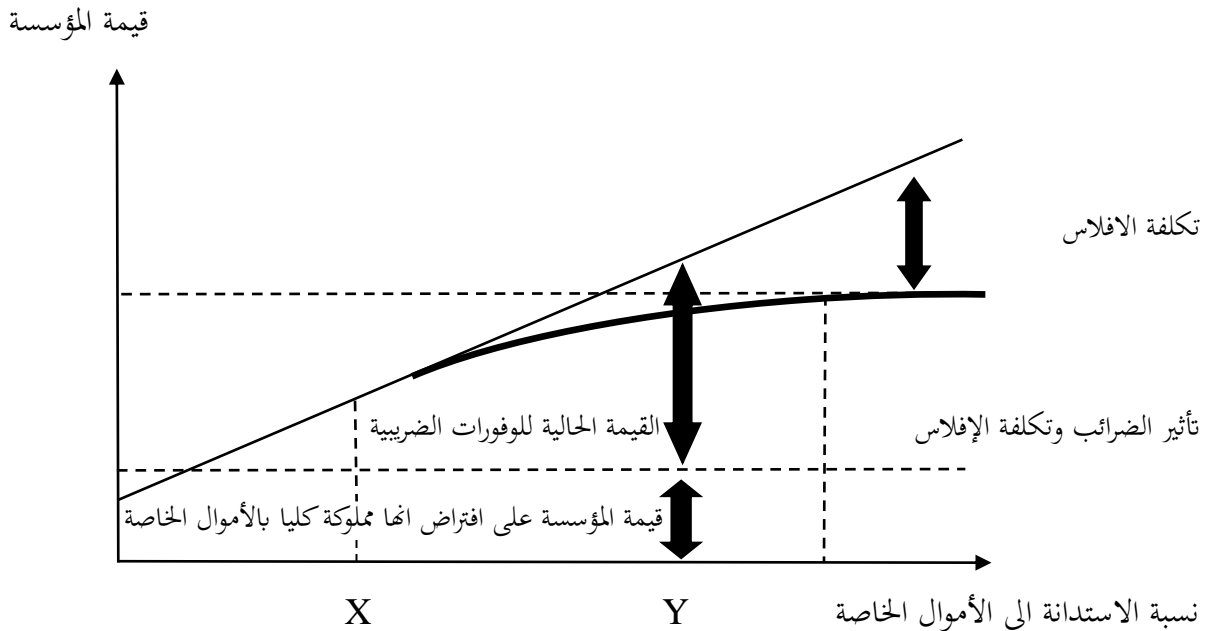
¹ منير إبراهيم هندي، تأثير الوفورات الضريبية، وتكلفة الإفلاس والوكالة على نسبة الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، المجلة العلمية، العدد الأول، كلية الاقتصاد، جامعة قطر، 1990، ص 639.

الفرع الثاني: الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتكون رأسمالها من اموال خاصة وقروض لمخاطر الافلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة يتكون هيكلها المالي من اموال خاصة فقط، وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق، والإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع اصولها من اجل التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض، وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة، ويترتب على الافلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكلفة الإفلاس وهي تتكون من مجموعتين: الاولى تكاليف مباشرة (تكاليف ادارية، مالية...) وتكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة اي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة).

فإذا اخذنا كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها اخر، حيث انه في البداية تأخذ تكلفة الاموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة الى حد معين حينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل اقل من ذي قبل، وعند وصول الاستدانة الى اقصى حد لها اي المعدل الذي يجعل المؤسسة في احسن وضعية (هيكل مالي امثل)¹، وذلك ما بينه الشكل التالي:

الشكل (04): العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الافلاس



المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 379.

¹ الياس بن ساسي يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 379.

من خلال الشكل نرى انه عندما كانت نسبة الاستدانة اقل من x لم تكن هناك تكلفة للإفلاس، ومن ثم فان تكلفة الاموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما يترتب عليه انخفاض مضطرب في تكلفة الافلاس، وبدأت تكلفة الافلاس في الظهور بعد النقطة x الا ان حجم هذه التكاليف كان اقل من وفورات الضريبة التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة، الامر الذي ادى الى استمرار انخفاض تكلفة الاموال وان كان ذلك بمعدل اقل الى ان وصلت نسبة الاستدانة الى النقطة y ففي هذه النقطة ازدادت حدة تكلفة الاموال نحو الارتفاع، وعليه يمكن القول ان النسبة المثالية للاستدانة الى الاموال الخاصة (الهيكل المالي الامثل) في ظل وجود تكلفة الافلاس تتحدد بالنقطة y التي عندها تكلفة الاموال في حدها الادنى¹.

الفرع الثالث: الهيكل المالي في ظل نظرية التسوية²

ان العلاقة بين تكاليف الافلاس والوفورات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية او الحل الوسط، ان هدفها هو كشف ان الهيكل المالي الامثل لا يتحقق الا عند التوازن بين المتغيرين، بالنسبة لنظرية التسوية نسبة الاستدانة المثلى تقوم عليها مميزات وتكاليف مرتبطة بالاستدانة ثم ان المؤسسات سوف يعدلون هيكلهم المالي ليصلوا الى نسبة الاستدانة التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة.

ان رفع معدل الاستدانة لمؤسسة له ثلاثة اثار:

- اثر الرفع المالي؛
- الاثر الجبائي؛
- خطر الإفلاس.

حيث يتضح اثر كل منهم على قيمة المؤسسة كما يلي:

- ان الرفع المالي لا يغير من قيمة المؤسسة اذا كان الرفع المالي يلعب اثر وحده وخطر الافلاس والوفر الضريبي مستبعد فان قيم المؤسسة المستدينة هي نفسها لمؤسسة تم تمويلها كلياً بالأسهم؛
- الاثر الجبائي يرفع من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للوفر الضريبي؛
- خطر الافلاس يخفض من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية لتكاليف الافلاس في السوق.

¹ الياس بن ساسي يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 379-380.

² محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 281.

المطلب الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة

ظهرت في منتصف السبعينات حيث ان من اهم النظريات الحديثة لتفسير العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وقيمتها السوقية، نظرية الالتقاط التدريجي ونظرية الاشارة.

الفرع الاول: نظرية الالتقاط التدريجي

تضم هذه النظرية نموذجين Mycrs1990 و williamson1988 نستخلص من خلالهما ان نظرية الالتقاط التي لا تفترض وجود معدل تمويل امثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن، فان المؤسسة تتبع ترتيب مصادر تمويل محددة وفق ما تلميه الضرورة للتمويل الخارجي، وليس محاولة منها البحث عن الهيكل المالي الأمثل، وهذا الترتيب يتم التعبير عنه بشكل مختلف من وضعية الى اخرى تبعا للهدف الذي يسعى مسير المؤسسة الى تحقيقه¹.

الفرع الثاني: نظرية الاشارة²

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية الى Ross سنة 1977، حيث ستند هذه النظرية على انعدام التناظر في المعلومات التي تتميز بها الاسواق المالية، اذ ان المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقة، اي ان الإشكال يكمن في مصداقية المعلومات والاشارات المصريح بها وتتمثل هذه الاشارات في القرارات الهامة مثل) هيكل راس المال، مستوى الديون، مكافعات راس المال او اللجوء الى اوراق مالية معقدة..) فنوعية هذه الاشارات وفعاليتها تعطي دلالة على ان المؤسسة في مستوى عالي من الكفاءة ام لا، وبالخصوص اذا تعلق الامر بمستوى المديونية، مما يظهر ان المؤسسة تتمتع بهامش امان وبإمكانها الاعتماد على الاستدانة والمناورة من اجل تحقيق الارباح.

تقترح هذه النظرية نمودجا يحاول ان يعكس نوعية مؤسسة ما على اساس هيكلها المالي، فالمستثمرون يميزون المؤسسات الموجودة في السوق الى فئتين: A و B بحيث المؤسسات من الصنف A احسن اداء من المؤسسات من الصنف B. ومن اجل تصنيف مؤسسة ما الى احد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى الاستدانة الحرج D فترى النظرية ان المؤسسة من النوع الجيد لها قدرة على الاستدانة يصل الى D والعكس صحيح.

¹ عدنان تايه النعيمي واخرون، الادارة المالية (النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص 438.

² الياس بن ساسي يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 391-392.

خلاصة الفصل الأول

خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بماهية الهيكل التمويلي للمؤسسة بداية من مفهوم الهيكل التمويلي الذي يمثل جميع الأشكال وأنواع التمويل وكذلك مفهوم الهيكل المالي الامثل ومختلف السياسات المالية ، كما تم التعرض الى مصادر الهيكل المالي حيث يمكن للمؤسسات توفير الاموال التي تحتاجها في نشاطها عن طريق مصادر متعددة حيث قسمت الى ثلاثة مصادر تمثلت في مصادر تمويل داخلية والتي تتكون من تمويل ذاتي إضافة الى التمويل عن طريق والتنازل عن الاستثمارات، مصادر تمويل خارجي مباشر والتي تتكون من اسهم عادية، اسهم ممتازة وسندات، مصادر تمويل خارجي غير مباشر تتشكل من مصادر تمويل متوسطة وطويلة الاجل، ومصادر تمويل قصيرة الاجل تتمثل في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

وفي الاخير تم استعراض مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي التي تباينت من خلالها الآراء حول فكرة وجود هيكل مالي امثل من عدمه انطلاقا من النظريات التقليدية الى نظرية مود كلياني وميلر وتوسعت الى النظرية الحديثة.

الفصل الثاني:

تحليل الهيكل التمويلي

تمهيد:

خصص هذا الفصل لتحليل الهيكل التمويلي من خلال التعرض الى اهم محدداته التي تمنح المقيم صورة اشمل عن الوضعية الكلية للمؤسسة، كما نتطرق الى التحليل عن طريق نسب الهيكل التمويلي بهدف استصدار حكم حول الهيكل التمويلي للمؤسسة ثم تحديد تكلفة كل مصدر من المصادر لأنها تعتبر بمثابة الحد الادنى للعائد المقبول على الاستثمار وصولا الى التكلفة الكلية، ومن ثم الانتقال الى عملية التقييم وذلك بمحاولة إيجاد بعض الطرق والأساليب لتقويم تركيبة الهيكل التمويلي في حالة ما نصت عملية التقييم على ذلك.

وبغرض الالمام بموضوع هذا الفصل، قسم الى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الاول: محددات الهيكل التمويلي؛

المبحث الثاني: نسب الهيكل التمويلي، تكلفة الاموال و الرفع المالي؛

المبحث الثالث: طرق تصحيح الهيكل التمويلي للمؤسسة وكيفية استخدامها.

المبحث الأول: محددات الهيكل التمويلي

ان عملية تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة يعتمد على مجموعة من المحددات المتعلقة بالهيكل المالي يمكن ان نلخص هذه المحددات الى محددات كمية وكيفية ومحددات اخرى.

المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل المالي

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من المحددات الكمية نذكر منها ما يلي:

الفرع الأول: الربحية

الربحية هدف اساسي لجميع المؤسسات وامر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع اليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي ايضا اداة هامة لقياس كفاءة الادارة في استخدام الموارد الموجودة بموزتها لذا نجد جهدا كبيرا من الادارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الاولى نحو الاستخدام الامثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق افضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر¹.

الفرع الثاني: السيولة

تعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة في مواجهة التزاماتها قصيرة الاجل المتوقعة وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الاولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الاخرى بالدرجة الثانية، حيث تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها وتمكنها من الوفاء بسداد التزاماته، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو والتوسع ومواجهة الازمات الطارئة عند وقوعها².

¹ عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² سليم مجلح، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام اشعة الانحدار الذاتي var ، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جامعة قلمة، جوان 2019، ص 121.

الفرع الثالث: المردودية

تعرف المردودية على انها ذلك العائد المحقق وراء توظيف الاموال واستثمارها وتقاس مردودية المؤسسة بمدى قدرتها هذه الاخيرة على تحقيق ارباح من خلال نشاطها للموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها والمردودية بصفة عامة هي نسبة النتائج المحققة الى الوسائل الموظفة¹.

الفرع الرابع: معدل النمو

تميل المؤسسات التي يسيطر عليها مالك واحد أو عدد محدود من الملاك إلى الاقتراض، توجيه الأموال المقترضة إلى الاستثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفة تلك الأموال، هذا الاتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة للقروض، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمؤسسات التي تتسم بمستوى عالي لنمو².

الفرع الخامس: حجم المؤسسة

يعتبر حجم المؤسسة محدد مهم للهيكل المالي، حيث ان هناك عدة أسباب لوجود علاقة بين الهيكل المالي وحجم المؤسسة، حيث نجد ان تكلفة تمويل المؤسسات الصغيرة الحجم مرتفعة مقارنة مع المؤسسات الكبيرة، والسبب في ذلك يرجع الى عدم تماثل المعلومات في المؤسسات الصغيرة، وخاصة المعلومات التي يحتاجها المقرضون والموردون، فمن غير المحتمل ان المقرضين لديهم البيانات المالية الكافية والموثوق فيها، في هذه الحالة فان المؤسسات صغيرة الحجم ستواجه صعوبات أكثر في دخول القروض من المؤسسات المالية، أي ان عدم تماثل المعلومات في المؤسسات الصغيرة يعيق التمويل الخارجي³.

الفرع السادس: هيكل الأصول

¹ يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، مصر، 2012، ص 104.

² عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 304-305.

³ غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الاعمال: دراسة تحليلية لشركات القطاع المدرجة في بورصة عمان، دراسات العلوم الادارية، المجلد 38، العدد 2، 2001، ص 369.

تلجأ المؤسسة التي تتميز اصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض الى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتغطية نشاطاتها، وتمثل الاصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الانشطة ضمانا جيدا، وعلى ذلك فان مؤسسات العقارات تمتاز بنسب عالية من الرفع المالي والعكس في مؤسسات الابحاث التكنولوجية¹.

المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل المالي

بالإضافة للمحددات الكمية للهيكل المالي هناك محددات كيفية تأخذ بعين الاعتبار عند اختيار الهيكل المالي وتمثل في:

الفرع الأول: الملائمة

القاعدة العامة في التمويل هي ان يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الاجل، كأموال الملكية او القروض الطويلة الاجل، اما المصادر القصيرة الاجل فهي ملائمة لتمويل الاصول قصيرة الاجل (حيث ان طبيعة الاصول المتداولة تسمح بتحويلها بعد فترة قصيرة الى سيولة نقدية نستطيع منها ان نسد القروض قصيرة الاجل وفوائدها)، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات القصيرة الاجل عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الاصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الاصول².

الفرع الثاني: المرونة

ويمثل هذا العامل إمكانية تعديل مقدار مبلغ التمويل بالزيادة أو النقصان تبعا للتغيرات الرئيسية في مقدار الحاجة إلى الأموال، فعند الاقتراض مثلا لتمويل الأصول المتداولة فإن الإدارة المالية تبحث عن مصدر تمويل قصير الأجل، إلى جانب ذلك فهي تستخدم المصدر الذي يعطيها إمكانية زيادة مقدار التمويل عند الحاجة أو الحرية في تسديد جزء أكبر من المبالغ في حالة توفر السيولة غير المستخدمة لديها وذلك تبعا للتقلبات والظروف الموسمية³.

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 304.

² رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة لنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 155.

³ مفلح محمد عقل، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الاردن، 2009، ص 115.

المطلب الثالث: محددات أخرى للهيكل المالي

تعتمد المؤسسة على محددات أخرى أيضا لاختيار هيكلها التمويلي، تتمثل في:

الفرع الأول: التحكم والسيطرة

ان صلاحية اختيار الادارة في اغلب الحالات يتم من قبل حملة الاسهم العادية، وبناء عليه فإن كان الميل لدى الادارة لإبقاء الرقابة وعدم توسع نطاقها، فإنها تكون أكثر ميلا لاستخدام نسب عالية من التمويل المقترض والاسهم الممتازة عند وجود حاجة الى اموال اضافية، الا انه من الجدير بالذكر ان توفير الاموال عن طريق التمويل المقترض بنسب عالية قد يجعلها خارج حدود امكانية المؤسسة في تسديد الفوائد او اعادة الاموال المقترضة، الامر الذي قد يدفع بالمقرضين الى الحجز على الاصول لتضمين حقوقهم، وبذلك فان الادارة يمكن ان تفقد الرقابة بالكامل¹.

الفرع الثاني: التوقيت

يقصد بالتوقيت ذلك العامل الزمني الذي يحدد للمؤسسة وقت الحصول على التمويل او المفاضلة بين المصادر التمويلية المتوفرة في الوقت المناسب من اجل الحصول على الاموال وقت حاجتها وباقل تكلفة وفضل الشروط، ويمكن ايضا قدرة المؤسسة على اقتناص الفرص المالية بالوقت الذي تنخفض فيه التكلفة الى اقل درجة، عن طريق قدرة المؤسسة على قراءة الاسواق المالية ومتابعة التغيرات والاحداث المالية وتوافقها مع حاجات المؤسسة المالية وتتم ترجمة هذا التوافق عن طريق التوقيت السليم لاتخاذ قرارات التمويل والاقتراض الانسب خلال الدورات التجارية، ويرتبط عامل التوقيت بعامل المرونة لكونها يسعيان الى اختيار مصدر التمويل الانسب والافضل ويمكن القول بان القرار الخاص بتحديد انواع التمويل المناسبة او انواع الاموال المستخدمة يمثل في الواقع عملية توفيق بين عوامل الملائمة والسيطرة والمرونة والتوقيت، بهدف الحصول على افضل استخدام للأموال من انسب مصدر تمويلي لتحقيق اعلى عائد على حقوق الملاك².

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، اساسيات في الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 203.

² هيثم محمد الزغبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والطباعة والتوزيع، ص 124.

الفرع الثالث: المنافسة

ان القدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية وعلى حجم المبيعات، وعلى هذا الاساس فان استقرار هوامش الربح له نفس اهمية استقرار المبيعات، ولا شك ان سهولة دخول شركات اخرى في الصناعة التي تنتمي اليها المؤسسة وكذلك مقدرة هذه الشركات على التوسع في طاقتها سيؤثران على هوامش الربح للمؤسسة، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع ان تكون هوامش ربحها كبيرة ولكن من ناحية اخرى ينتظر ان تضيق هوامش الربح هذه اذ كانت هذه الصناعة تتدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على الشركات الجديدة ان تنضم اليها وبالتالي تشارك في سوقها¹.

الفرع الرابع: اتجاهات رجال الإدارة

ان اتجاهات رجال الادارة التي لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل هي تلك المرتبطة بأحد الامرين: الاول التحكم والسيطرة على ادارة المؤسسة، والثاني الخطر فالمؤسسات الضخمة التي تشتت فيها ملكية الاسهم العادية وتتنوع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة في حالة الحاجة الى اموال اضافية بإصدار اسهم عادية حيث ان ذلك سيترتب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على ادارة الشركة².

الفرع الخامس: المركز الضريبي

احد الأسباب الأساسية التي تدفع الشركة للتمويل من خلال القروض هو انا مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، حيث ان التكلفة الحقيقية للدين تكون اقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة وعليه كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي او بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت الى انخفاض ربحتها، وبالتالي انخفاض الضريبة وربما انعدامها، ففي هذه الحالة فان المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاقتراض³.

¹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 218.

² مجلخ سليم، وليد بشيشي، مرجع سبق ذكره، ص 123-124.

³ عدنان تايه النعيمي واخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص 402.

الفرع السادس: حجم البنوك وسوق راس المال

يرتكز على مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه في الأسواق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية (اسهم ممتازة، عادية او سندات) التي يناسبها تمويل معين ويمتد تأثيرها الى درجة إمكانية تغيير الهيكل المالي¹.

الفرع السابع: اتجاهات المقرض

ان اتجاهات المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرأيه، وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لان ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة².

الفرع الثامن: طبيعة المؤسسة القانونية

يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص للاعتماد على القروض، خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل الى الممتلكات الخاصة للملاك، وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، اما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الاجل من غيرها من الاشكال القانونية الأخرى، وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقائها بقاء الملاك³.

الفرع التاسع: مخاطر الإفلاس

يحدث الإفلاس نتيجة لزيادة تدهور أداء العمليات بالمؤسسة وينعكس ذلك في موقف سداد التزاماتها الثابتة المستحقة وزيادة مبالغ القروض طويلة الاجل مقارنة بحقوق ملكية المؤسسة عند مستوى محدد من أداء التشغيل، مما يترتب عليه تدهور المؤسسة ووصولها الى مرحلة الإفلاس⁴.

1 مجلخ سليم، وليد بشيشي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

2 نفس المرجع، ص 124.

3 انفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 06.

4 محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص 40.

المبحث الثاني: نسب الهيكل التمويلي، تكلفة الأموال والرفع المالي

تلجأ المؤسسة عادة إلى مصادر مختلفة لتمويل احتياجاتها، وتصنف هذه المصادر وفق معايير مختلفة، كمصدر الأموال ودرجة الاستحقاق وطبيعة الملكية، وليس من السهل على المؤسسة اختيار إحدى الوسائل التمويلية، لأن لكل واحدة تكلفة معينة، إذ لا يوجد مصدر تمويلي مجاني. وعليه ينبغي على المؤسسة دراسة المزايا والقيود التي تترتب عن هذا الاختيار بالموازنة بين العائد والمخاطرة.

المطلب الأول: نسب الهيكل المالي

تقيس نسب الهيكل المالي المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في اعتمادها على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، وتبين الارتباط الموجود بين رأس المال والالتزامات المترتبة عليه. ويمكن تعريف نسب الهيكل المالي على أنها: "علاقة بين رقمين من أرقام الميزانية أو قوائم مرافقة بحيث تؤدي عملية المقارنة إلى إعطاء نتائج ذات معنى فيما يخص الوضع المالي للمؤسسة"¹، وعليه فإن قياس النسب المالية تعتبر في غاية من الأهمية بحيث تعرض درجة الخطر المالي الذي يواجه المؤسسة، ويمكن قياسها بالنسب التالية:

الفرع الأول: نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص

سنتطرق في هذا الفرع إلى نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص.

أولاً- نسبة التمويل الدائم: تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة للمؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

فإذا كانت هذه النسبة تساوي إلى الواحد الصحيح فإن هذا يعني أن الأصول الثابتة ممولة بالكامل عن طريق الأموال الدائمة وقيمة رأس المال العامل مساوية للصفر².

¹ ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 52.

² شعبان محمد، اختيار الهيكل التمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2010/2009، ص 123.

ثانياً- نسبة التمويل الخاص (الذاتي): توضح هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها بإمكانياتها الخاصة وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \frac{\text{الاموال الخاصة}}{\text{الاصول الثابتة}}$$

فكلما كانت هذه النسبة أكبر من الواحد كان ذلك مؤشراً على الاستقلالية المالية للمؤسسة في تمويل استثماراتها¹.

الفرع الثاني: نسبة الديون الى راس المال والى اجمالي الأصول

سنتطرق في هذا الفرع الى نسبة الديون الى راس المال ونسبة الديون الى اجمالي الأصول.

أولاً- نسبة الديون الى راس المال: تظهر هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون الى راس المال} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت متطلبات الدائنين مقارنة بحقوق المالكين.

ثانياً- نسبة الديون الى اجمالي الأصول: تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون الى اجمالي الأصول} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الاصول}}$$

كلما انخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة للدائنين في حالة اشهار افلاس المؤسسة وبيع أصولها².

¹ رشاد العصار واخرون، مرجع سبق ذكره، ص 212.

² محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 2006، ص 438.

الفرع الثالث: نسبة الأصول لحق الملكية ونسبة الاستقلالية المالية

سنتطرق في هذا الفرع الى نسبة الأصول لحق الملكية ونسبة الاستقلالية المالية.

أولاً- نسبة الأصول لحق الملكية: تمثل جميع الالتزامات على المؤسسة وتفيد في التعرف على أهمية مساهمة الرفع المالي في ربحية المؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاصول لحق الملكية} = \text{مجموع الاصول} / \text{حق الملكية}$$

كلما كان هذا المؤشر كبيراً كلما دل على زيادة الرفع المالي وانخفاض حقوق الملكية في مجموع التمويل الداخلي، مما يزيد من مجموع المخاطر التي يتعرض لها الدائنون¹.

ثانياً- نسبة الاستقلالية المالية: تقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائنيها، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \text{الاموال الخاصة} / \text{مجموع الديون}$$

فكلما كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت ان تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض وتسديد الديون، اما اذا كانت النسبة صغيرة فهذا يعني انها في وضعية مثقلة بالديون².

الفرع الرابع: نسبة السيولة ونسبة الربحية

سنتطرق في هذا الفرع الى كل من نسبة السيولة ونسبة الربحية.

أولاً- نسبة السيولة: تستعمل هذه المجموعة من النسب للحكم على مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الاجل³، ولنسب السيولة ثلاثة أنواع رئيسية⁴:

¹ حمزة الشمخي، إبراهيم الجزاوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار الصفاء للطباعة والنشر، الأردن، 1998، ص 68.

² مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص 46.

³ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 93.

⁴ دريد كامل ال شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 61.

1. نسبة السيولة العامة: تبين مدى قدرة المؤسسة على تغطية الديون قصيرة الاجل، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{ديون قصيرة الاجل}}$$

2. نسبة السيولة المختصرة: تبين درجة تغطية الديون قصيرة الاجل من طرف الأصول الأكثر سيولة، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = \frac{\text{اصول متداولة} - \text{المخزون}}{\text{ديون قصيرة الاجل}}$$

3. نسبة السيولة الحالية: تعتمد هذه النسبة على المقارنة بين الأموال الجاهزة المتاحة امام المؤسسة والتزاماتها المالية قصيرة الاجل، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة الحالية} = \frac{\text{قيم جاهزة}}{\text{ديون قصيرة الاجل}}$$

ثانياً- نسبة الربحية: تقيس مدى قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من المبيعات او من الأموال، وتعطى بالعلاقة التالية¹:

$$\text{نسبة الربحية} = \frac{\text{نتيجة بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

الفرع الخامس: نسب هيكل الأصول

يسعى المحلل المالي من وراء دراسته لهيكل أصول المؤسسة الكشف عن الكيفية التي تم وقفها استخدام خصوم المؤسسة، ومن اهم نسب هيكل الأصول نذكر ما يلي²:

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 104.

² شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 128-129.

أولاً- نسبة الأصول الثابتة: يقاس من خلالها وزن العناصر الدائمة داخل المؤسسة لأكثر من سنة بالنسبة لمجموع ممتلكاتها، وهذه النسبة تختلف باختلاف طبيعة نشاط المؤسسة، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الأصول الثابتة} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

ثانياً- درجة اهتلاك وسائل الإنتاج: تدرس هذه النسبة تطور الأصول الثابتة، ومبدئياً لا يجب ان تتعدى النصف لان ارتفاعها لسنوات متعددة ومنتالية، يفسر بتقادم المعدات المستعملة للإنتاج والتي لا بد من تجديدها وهو ما يتطلب تصليحات وصيانة وبالتالي تكاليف أكبر، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{درجة اهتلاك وسائل الإنتاج} = \frac{\text{الاهتلاكات المتراكمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

الفرع السادس: نسب المردودية

تعبر هذه النسب على قدرة المؤسسة في الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة بفعالية وكفاءة.

أولاً- المردودية الاقتصادية: تعبر هذه النسبة عن كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها لتحقيق الأرباح، وتحسب بالعلاقة التالية¹:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}}$$

ثانياً- المردودية المالية: تمثل هذه النسبة الربح المتحصل عليه مقابل كل وحدة نقدية من الأموال الخاصة المستعملة، وتحسب بالعلاقة التالية²:

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

¹ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 52.

² ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 57.

المطلب الثاني: تكلفة الأموال

يعتبر موضوع تكلفة التمويل من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية والتي يجب على المسير المالي للمؤسسة التعامل معها بحذر ودقة ويمكن إرجاع ذلك إلى تعدد أهداف حساب تكلفة الأموال من اتخاذ القرارات الاستثمارية إلى قياس جودة وفعالية مصادر التمويل منها إلى مردودية المشاريع الاستثمارية .

الفرع الأول: تعريف تكلفة الأموال

تعرف تكلفة الاموال على انها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل. وهنا يتضح بان لكل مصدر تمويلي تكلفة معينة تختلف عن تكلفة باقي مصادر التمويل¹.

الفرع الثاني: تكلفة مصادر التمويل

تختلف تكلفة الأموال حسب مصادر التمويل فالهيكل التمويلي المناسب هو الذي يحقق ادنى تكلفة وبالتالي سوف نتطرق الى هذه التكاليف فيما يلي:

أولاً- تكلفة مصادر التمويل الداخلي:

1. **تكلفة الارباح المحتجزة:** ان كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد كلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لان الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث ان البديل عن احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقدا للمساهمين من الناحية العلمية، وبصورة عامة ان كلفة الأرباح المحتجزة اقل من كلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

- الأول: ان الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها لا تخضع للضريبة.
- الثاني: ان إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين انفسهم يخضع لعمولة الوسطاء.

ويمكن احتساب كلفة الارباح المحتجزة بالمعادلة التالية²:

$$K_r = K_e(1-T)(1-B)$$

¹ تيم فايز، مبادئ الادارة المالية، الطبعة الثانية، اثناء لنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 285.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 323 - 324.

حيث:

K_e : تكلفة التمويل بالملكية (الاسهم العادية)؛

T : معدل ضريبة الدخل للمساهمين؛

B : معدل عمولة الوساطة.

2. **تكلفة الاهتلاكات والمؤونات:** وسيلة لتمويل تكلفة الفرصة البديلة، فالموارد المتولدة عن الاهتلاكات والمؤونات يمكن استخدامها في مشاريع استثمارية تحقق معدل مردودية أدنى، ولقد اختلفت الآراء فيما يخص تكلفة مخصصات الاهتلاك، فهناك من يرى بأن هذه المخصصات مخصصة لإعادة التكوين التدريجي للأصول الثابتة والمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإرادية للمؤسسة، وليس لتمويل الاستثمارات التوسعية، وبالتالي فليس لها تكلفة لكونها تدخل ضمن تكلفة حقوق الملكية القائمة¹.

ثانياً- تكلفة مصادر التمويل الخارجي مباشر: وتتمثل أساساً في تكلفة التمويل بالمديونية طويل الأجل بالإضافة إلى تكلفة التمويل بالأسهم.

1. **تكلفة الاسهم العادية :** تتحدد تكلفة الأسهم العادية حسب معدل العائد الذي يطلبه حاملها والمصاريف المصاحبة لإصدار هذا النوع من الأوراق المالية، وتختلف طريقة حسابها من حالة لأخرى حسب السياسة المتبعة من طرف المؤسسة بشأن توزيع الأرباح، ففي حالة توزيع الأرباح بكاملها على المساهمين العاديين تعادل تكلفة السهم العادي معدل الربح للسهم الواحد، والتي تحسب على أساس نسبة أرباح السهم الواحد الحالية إلى القيمة الصافية للسهم، وتتمثل هذه الأخيرة في القيمة السوقية مطروحا منها المصاريف المصاحبة لإصدار السهم الواحد ومنه يمكن صياغة المعادلة التالية²:

تكلفة السهم الواحد (معدل العائد للسهم الواحد) = القيمة الحالية للسهم الواحد / القيمة الصافية للسهم

¹ راضية قريوع، مرجع سبق ذكره، ص 35.

² رضوان وليد عمار، الادارة المالية: مدخل قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، دار المسيرة لطباعة والنشر، مصر، 1997، ص 153.

أما في حالة توزيع قسم من الأرباح على المساهمين العاديين واحتجاز القسم الآخر وبما أن هذا القسم سيعاد استثماره من جديد في المؤسسة، سيزيد من قيمة المؤسسة ومن معدل ربحيتها، أي أنه في كل عام ستعمل هذه الأرباح على زيادة معدل النمو في المؤسسة، فإنه يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية وفقا لما يلي:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{الأرباح قبل توزيعها}}{\text{(القيمة الصافية للسهم + معدل النمو)}}$$

2. **تكلفة الاسهم الممتازة:** تشكل الاسهم الممتازة مثلها مثل الديون التزاما ثابتا على المؤسسة تدفعه كنسبة معينة من الارباح كل سنة، ويختلف السهم الممتاز عن الدين في ان الاول غير محدد بمدة زمنية بعكس الثاني الذي يكون محدد بفترة يتعين على المؤسسة خلالها سداد الدين، الا اذا نصت شروط الاصدار على عكس ذلك كما ان الدائنين يحصلون على حقوقهم قبل حملة الاسهم الممتازة عند التصفية بينما يحصل حملة الاسهم العادية على حقوقهم بعد حملة الاسهم الممتازة عند افلاس المؤسسة او تعرضها لتصفية ويتم حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل بموجب المعادلة ادناه¹:

$$\text{كلفة الاسهم الممتازة} = \text{حصة السهم من الربح} / \text{صافي سعر السهم}$$

$$Kps = Dps / (P_0 - \text{FLOTATION COST})$$

$$Kps = Dps / Nps$$

ثالثا- تكلفة مصادر التمويل الخارجي غير المباشر

1. **تكلفة الاقتراض طويل الاجل:** تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة اي بعد استبعاد الوفورات الضريبية، وسواء كان الاقتراض في صورة قرض سندي او في صورة قرض تعاقد عليه، فان عملية الاقتراض يترتب عليها تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السندات او التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفقات خارجية تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا، بالإضافة الى قيمة الاموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق، ونظرا لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجية، فانه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الاقتراض².

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص 371.

² احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 88.

وتتمثل تكلفة الاقتراض في معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساويا للصفر، ويمكن استخراجه باستخدام المعادلة التالية¹:

$$Nd = It / (1 + kd)^n + M / (1 + kd)^n$$

حيث: Kd : تكلفة الدين (السند) Nd : مبلغ القرض السندي / المصرفي n : الفترة (الزمن)

It : الفوائد المدفوعة في نهاية السنة M : القيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق.

2. تكلفة الائتمان التجاري: تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي بدون تكلفة تذكر، غير انه قد ينقلب الى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة اذ لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فعندما تمر الفترة المقررة لإعادة سداد الائتمان التجاري، دون قيام المؤسسة بالسداد قد يترتب عليه تدهور سمعة المؤسسة في السوق وقد ينتهي بها الامر الى الخروج كلية من السوق².

وفي حالة ما اذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطا يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فان البند الرئيسي في تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على امكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي وبالتالي تكلفة الائتمان في هذه الحالة تكاد منعدمة، فيما تزيد تكلفة الائتمان التجاري عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحقاتها بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي.

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} * 360 / \text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}$$

3. تكلفة الائتمان المصرفي: تتمثل تكلفة الائتمان المصرفي في معدل الفائدة على المؤسسة والتي عادة ما تكون في صورة نسبة مئوية من قيمة القرض، ويطلق على تلك النسبة سعر الفائدة الاسمي الذي يختلف عن سعر

¹ فايز سليم حداد، الادارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 238.

² عاطف وليم اندرواس، مرجع سبق ذكره، ص 391 - 392.

الفائدة الفعلية الذي يتوقف على شروط الاتفاق بين البنك وبين المؤسسة كما يتوقف على معدل الضريبة التي تخضع لها ارباح المؤسسة، وبالنسبة لشروط الاتفاق فهناك عدد من الاحتمالات من اهمها¹:

- شرط الرصيد المعوض: اشتراط الرصيد المعوض يعني ان تحصل المؤسسة على مبلغ اقل من المبلغ المقترض مما يرفع من معدل الفائدة الفعلية، والمعادلة التالية توضح كيفية حساب معدل الفائدة الفعلية:

$$K_{cb} = \frac{mi}{E - R}$$

حيث: K_{cb} : معدل الفائدة الفعلية
 mi : قيمة الفائدة
 E : قيمة القرض
 R : الرصيد المعوض

- شرط سداد الفائدة مقدما: يعتبر شرط سداد الفائدة مقدما تخفيضا للقيمة الفعلية للمبلغ المحصل عليه من طرف المؤسسة، ويساوي هذا المبلغ قيمة الائتمان المنصوص عليه مطروحا منه قيمة الفائدة المسددة مسبقا (اي $E - mi$)، وعليه فان صيغة معدل الفائدة الفعلية تتخذ الشكل التالي:

$$K_{cb} = \frac{mi}{E - mi}$$

- شرط سداد القرض على دفعات: يفترض في هذه الحالة ان البنك لم يطلب رصييدا معوضا، كما انه لم يطلب دفع الفوائد مقدما، ولكنه طلب دفع قيم القرض على دفعات، وحساب معدل الفائدة الفعلية في ظل هذا القرض يقتضي الامر تطبيق المعادلة التالية:

$$K_{cb} = \frac{2 * n * mi}{E(n+1)}$$

حيث n : عدد الدفعات

رابعا- التكلفة الوسطية المرجحة: إن التكلفة الوسطية المرجحة لأموال تتوقف على المزيج المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه ونظرا لان نسبة العناصر المكونة لهيكل ليست متساوية، وكذلك تكلفتها، يصبح من الضروري استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان فعند حساب التكلفة الوسطية المرجحة فإنه يؤخذ بعين الاعتبار هيكل رأس المال مصادر التمويل قصيرة الاجل، واستنادا إلى نظرية التمويل فهي لا تؤخذ في الحساب أثناء تقدير تكلفة الاموال على اعتبار انها مصادر مؤقتة ولا تبقى على حال.

¹ منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 10 - 12.

وتحسب تكلفة راس المال بالعلاقة التالية¹:

$$K_s = t(k/k+d) + i(d/k+d)$$

حيث: K_s : التكلفة الوسطية المرجحة للأموال t : تكلفة الاموال الخاصة

k : قيمة الاموال الخاصة d : قيمة الديون i : تكلفة الديون (بعد التعديل الضريبي).

المطلب الثالث: الرفع المالي

تتأثر ارباح المؤسسة بالزيادة او النقصان وفق الطريقة التي يتم بها تكوين الهيكل التمويلي، ويمكن للمؤسسة استخدام نوع او اكثر من ما يسمى بالرفع المالي للخروج من ازمته المالية والتخلص من خطر التصفية.

الفرع الأول: تعريف الرفع المالي

وردت عدة تعاريف للرفع المالي يعبر كل منها عن وجهة نظر مستخدمي الرفع المالي وهدفهم من هذا الاستخدام، وفيما يلي عرض موجز لبعض التعريفات:

الرافعة المالية هي استخدام للتمويل المقترض في الهيكل المالي بما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية التمويل المقترض الطويل الاجل والتمويل المقترض قصير الاجل الذي يشمل بدوره على القروض قصيرة الاجل والحسابات الدائنة².

كما يعرف على انه "توليفة من اموال الملاك والدائنين ويعبر عن نسبة الدين الى مجموعة الاصول"³.

فالرفع المالي يقصد به اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية و المصرفية في سد احتياجاتها المالية، و بالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين.

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 85.

² محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 169.

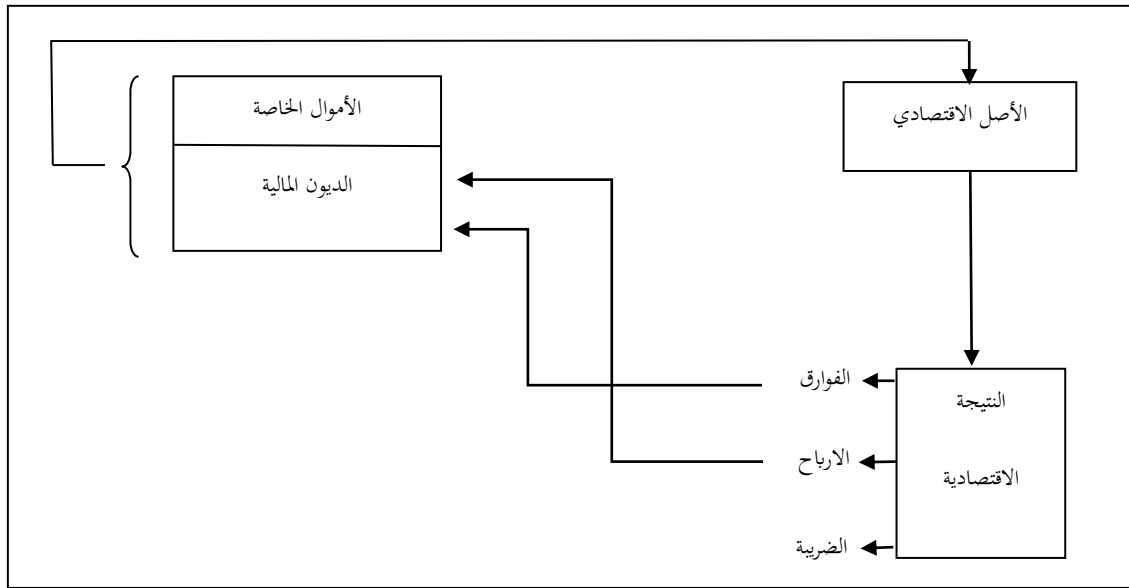
³ ابو صبحا سليمان، الادارة المالية، الطبعة الأولى، منشورات القدس الجامعة المفتوحة، عمان، 1996، ص 386.

الفرع الثاني: أهمية الرفع المالي

ان فكرة الرفع المالي تقوم على مبدأ تحسين الربحية عن طريق الاقتراض بكلفة ثابتة منخفضة نسبيا واستغلال الأموال المقترضة في تمويل عمليات المؤسسة لتحقيق عائد أفضل من تكلفة الاقتراض، بافتراض ان لدى المؤسسة قدرة على تحقيق ذلك ويعود السبب في انخفاض تكلفة الاقتراض كون أنه أقل خطرا من وجهة نظر المقرض من المشاركة بسبب ثبات الدخل بالإضافة الى حق الاولوية في القيمة التصفوية لموجودات المؤسسة.

يحدث الرفع المالي كلما قامت مؤسسة ما بتمويل نشاطها بديون حاملة للفائدة. ويهدف تحليل الرفع المالي الى التأكيد الارباح الذي سوف يتوزع بين كل من التكاليف المالية (لفائدة المقرضين) والضرائب على الارباح (لفائدة الدولة) والارباح الصافية لفائدة المساهمين كما هو موضح في الشكل الموالي¹:

الشكل رقم (05): تمويل الاصل الاقتصادي وكيفية توزيع الثروة المتولدة عنه



المصدر: دادن عبد الغني وآخرون، دور تكلفة راس المال في اتخاذ قرار تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحوث واعمال الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، 2004، ص9.

¹ دادن عبد الغني وآخرون، دور تكلفة راس المال في اتخاذ قرار تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحوث واعمال الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، 2004، ص 9.

ويتركز اهتمام الكثير من الباحثين في الهيكل المالي على ذلك الجزء من الرافعة المالية الذي ينطوي على التزامات مالية وهو التمويل المقترض بفائدة، ويرجع الاهتمام الى ما يلي¹:

- انخفاض كلفة التمويل المقترض قياسا بكلفة التمويل الممتلك الامر الذي يؤدي الى انخفاض المعدل الموزون لكلفة التمويل كلما ازداد التمويل المقترض في الهيكل المالي؛

- سهولة تقدير كلفة التمويل المقترض بفائدة والمتمثلة بالفوائد المدفوعة، قياسا بصعوبات كلفة تقدير التمويل المقترض بدون فائدة؛

- تنزل كلفة التمويل المقترض بفائدة لأغراض الضريبة، بينما لا تنزل كلفة التمويل المقترض بدون فائدة لأغراض الضريبة حتى وان احتسبت؛

- ارتباط المخاطر المالية بالجزء الاول من الرافعة المالية، وهو التمويل المقترض بفائدة، فالمخاطر المالية توجد حيث ما توجد الالتزامات المالية (الفوائد).

الفرع الثالث: الرفع المالي كإستراتيجية لنمو الداخلي

الرفع المالي عبارة عن إستراتيجية مالية تنتهجها المؤسسات التي تتميز بمعدلات مردودية تجارية منخفضة، وذلك لتحقيق مستوى عالي من المردودية المالية، حيث يتوقف الأداء المالي على مدى كفاءة المؤسسة في مراقبة بعض المتغيرات المالية والاقتصادية، أهمها الهيكل المالي، الذي يعكس السياسة التمويلية للمؤسسة.

إن زيادة الرفع المالي في فترة زمنية يعتمد على الهيكل المالي، حيث تساعد عدة عوامل في تحديد هيكل المؤسسة المالي، وفي هذا الإطار لابد من مراعاة وجهات نظر كل من المساهمين، المقرضين والمسيرين².

أولاً- المساهمون: يساعد ارتفاع نسبة المساهمين في الحصول على نتائج أكبر جراء ارتفاع ربحية الأصول، كما أن انخفاض نسبة الهيكل المالي يؤدي إلى الحصول على عوائد أقل، ويحرص المساهمون على أن تكون مديونية المؤسسة أقل ما يمكن، وتنصب كل اهتماماتهم على جانب هيكل الأموال الخاصة.

وعليه يتم قياس نسبة المديونية بالعلاقة التالية: الأموال الخاصة / الأموال الدائمة

¹ محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 161.

² دادن عبد الغني واخرون، مرجع سبق ذكره، ص 10.

ثانياً- المقرضون: إذا كانت نسبة المديونية أقل من 2/1، فهذا يعني أن طاقة الاقتراض تجاوزت حدها الأقصى مما يصعب إيجاد مقرضين جدد، وللخروج من هذه الوضعية يتحتم على المؤسسة الزيادة في أموالها الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض نسبة الهيكل المالي.

ثالثاً- المسكرون: على غرار اهتمام المساهمين والمقرضين بجوانب معينة داخل المؤسسة، فإن اهتمام المسكرين ينصب أيضاً على مدى فعالية المؤسسة وكذلك السياسة المالية المتبعة، لأن المؤسسة تمثل مصدراً لدخول المسكرين (سواء كانوا مسكرين ومساهمين في نفس الوقت أو مسكرين فقط).

المبحث الثالث: طرق تصحيح الهيكل التمويلي للمؤسسة وكيفية استخدامها

ان دراسة العوامل المؤثرة في القرارات التمويلية للمؤسسة تمكن من قياس مدى مرونة هذه القرارات، هذا ما يساعد على جعل القرارات المالية المتخذة أكثر رشادة وعقلانية ومن اجل استكمال الدراسة واستصدار الحكم حول تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، تقوم بدراسة وضعيتها المالية وتحديد مواقع الخلل فيها ان وجدت.

المطلب الاول: اسباب اعتماد هيكل تمويلي غير امثل

تعتبر امثليه الهيكل المالي من بين اسمي اهداف الادارة المالية لاي مؤسسة، لذا نجد معظم المؤسسات تسعى جاهدة من اجل تقويم تركيبة هيكلها المالي لتحقيق او تقترب من تركيبته المثلى والتي تعتبر مؤشر قوي على سلامتها المالية.

في بعض الحالات نجد مؤسسات تمتلك معدلات استدانة غير مثلى وتفضل المحافظة عليها دون سعيها نحو تحقيق هيكل مالي امثل وهذا نتيجة لعدة اسباب اهمها:

الفرع الأول: اسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استدانة اقل من المعدلات المثالية

توجد العديد من العوامل الي يمكن ان تكون من بين اسباب عدم اتخاذ المؤسسة الاقتصادية الاجراءات اللازمة للوصول الى رفع مستوى استدانتها من اجل تحقيق الهيكل المالي الأمثل، من بين اهم الاسباب نجد¹:

- ان لجوء المؤسسة الى الاقتراض يكون دائما بشروط ومحددات يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة، ما ينقص من مرونة القرارات المستقبلية للمؤسسة خاصة اذا كانت تعتمد في نشاطها على التغيير الدائم والمفاجئ لسياستها من اجل المحافظة على مكائنها في السوق هذا ما يجعلها لا تستخدم كل طاقتها الاقتراضية، اي دائما تفضل استخدام استدانة اقل من المعدل المثالي؛
- توجد بعض المؤسسات التي تفضل استخدام معدل استدانة اقل من المعدل المثالي حفاظا على طاقتها الاقتراضية لاستخدامها في المستقبل من اجل تغطية احتياجاتها المالية الطارئة، وهذا من اجل الحفاظ على مرونتها وتوازنها المالي على المدى البعيد؛

¹ شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، 132.

- تسعى بعض المؤسسات للاحتفاظ بوضع مالية مميزة وذلك من خلال الحصول على نقاط مرتفعة لأوراقها المالية، والتي تحددها بعض الوكالات المالية المختصة، وهذا يأتي من خلال الاحتفاظ بمعدلات استنادة جد منخفضة.

الفرع الثاني: اسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استنادة اعلى من المعدلات المثالية

العديد من المؤسسات تعاني من معدلات استنادة تفوق المعدل المثالي الواجب استخدامه، وهذا ما يخلق العديد من المشاكل، من بين اهم المشاكل عدم تمكن المؤسسة من الوفاء بدفع مستحقات دائنيها، ما يجرها الى الافلاس الذي يعتبر اكبر خطر يمكن للمؤسسة الوقوع فيه.

رغم الخطر الكبير الذي يسببه استخدام معدلات استنادة مرتفعة مقارنة بمعدل الاستنادة المثالي الا اننا نجد بعض المؤسسات التي تفضل الحفاظ على معدلات استنادة مرتفعة واهم سبب وراء ذلك هو ان مثل هذه المؤسسات تتمتع بضمانات من طرف الدولة بحمايتها من الافلاس في حالة عدم قدرتها على تسديد ما عليها تجاه الدائنين، وهذا ما يفسر معدلات الاستنادة المرتفعة التي تميزت بها المؤسسات الكورية الجنوبية في السبعينات وعدم تصحيح هياكلها التمويلية الى غاية تراجع الدول عن الضمانات الممنوحة في خصوص افلاس المؤسسات الاقتصادية، مما جعل المؤسسات الكورية الجنوبية تتراجع عن الاحتفاظ بمعدلات استنادة مرتفعة.

المطلب الثاني: اساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة

في حالة قضي تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة بعدم امثليه، تقوم المؤسسة باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية من اجل السير به نحو الأمثلية، وتتمحور هذه الإجراءات التصحيحية في أربعة أساليب ممكنة، وهي كالآتي¹:

الفرع الأول: اعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي

وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من اجل تخفيض نسبة الاستنادة، وهذا في حالة ارتفاعها او اللجوء الى أموال الاستنادة من اجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستنادة منخفضة.

¹ محمد عبد الله شاهين محمد، سياسات التمويل واثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حمير للنشر والترجمة، مصر، 2017، ص 109.

الفرع الثاني: التنازل عن الاستثمارات

يعتمد هذا الأسلوب على التنازل عن الاستثمارات غير المستخدمة او غير الضرورية، واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية اما في ارجاع الأموال المقترضة اذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة، او استخدامها في تخفيض أموال الملكية وهذا اذا كان الهدف هو الرفع.

الفرع الثالث: تمويل الاستثمارات الجديدة

تعتبر حلاً لتصحيح وتقويم خلل الهيكل المالي، فإذا كانت المؤسسة تعاني من هيكل مالي مثقل بالديون فإنها تلجأ الى تمويل الاستثمارات الجديدة بالاعتماد أكثر على أموال الملكية، أما إذا كانت تملك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استئانة منخفض فإنها تلجأ إلى تمويل هذه الاستثمارات عن طريق اللجوء أكثر للاستئانة وهذا من أجل الوصول إلى هيكل مالي أمثل.

الفرع الرابع: تغيير نسبة توزيعات الارباح على المساهمين

ترفع المؤسسة من توزيعات الارباح في حالة ما إذا كانت نسبة الاستئانة ضعيفة، وبهذا تضعف قدرتها على التمويل الذاتي وتلجأ للاستئانة بهدف رفعها إلى المستوى الانسب، كما يمكن تخفيض هذه التوزيعات من أجل خفض نسبة الاستئانة إذا كانت مرتفعة عن مستواها.

بالإضافة الى اساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي المذكورة، على المؤسسة الراغبة في السير نحو تحقيق هيكل مالي مناسب ان تحرص على التحجيم من الاحتياجات المالية لدورها الاستغلالية.

المطلب الثالث: كيفية استخدام اساليب تصحيح خلل الهيكل المالي

لأساليب تصحيح خلل الهيكل المالي عوامل محددة نلخصها فيما يلي¹:

- مدى ضرورة تصحيح الهيكل التمويلي في اقصر وقت لتفادي مشكلة مالية معينة كالإفلاس، فكلما كانت ضرورة عملية الاصلاح عالية كلما كان على الادارة المالية التعجيل باتخاذ الاجراءات الازمة لإتمام عملية التصحيح، وكذلك انتقاء الاسلوب او الاساليب الملائمة للحالة المراد إصلاحها؛

¹ شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 136-137.

- العامل الثاني يتعلق بأسلوب الاستثمارات الجديدة، حيث ان الاستثمار الجديد هو ذلك الاستثمار الذي يحقق قيمة حالية صافية موجبة او يحقق عائد يساوي او يفوق العائد المطلوب من قبل المساهمين، فالمؤسسات التي تملك مشاريع استثمارية ذات نوعية جيدة يمكنها ان تستفيد من استخدام اسلوب الاستثمارات الجديدة لإصلاح خلل الهيكل التمويلي بشكل كبير بحيث تستطيع ان تمول استثماراتها الجديدة عن طريق الاستدانة اذا كان معدلها الحالي للاستدانة منخفض عن المعدل المثالي، او تقوم بتمويلها عن طريق اموال الملكية في حالة كون معدلها الحالي للاستدانة مرتفع مقارنة بالمعدل المثالي، اما في الحالة التي تكون فيها الاستثمارات الجديدة ذات عوائد متوقعة ضعيفة تعد عملية استخدامها كطريقة لتصحيح الهيكل المالي غير مجدية، خاصة اذا كانت نسبة استدانة المؤسسة منخفضة ويراد رفعها من خلال الحيازة على الاستثمارات جديدة عن طريق اللجوء الى الاستدانة هذا ما قد يؤدي المؤسسة الى الافلاس في حالة عدم تحقق العوائد المنتظرة من الاستثمارات الجديدة؛

- العامل الثالث يأخذ في الاعتبار عنصرين اساسيين يتعلقان بعملية التنازل عن الاستثمارات وهما:
 أ- القابلية البيعية للاستثمار المراد التنازل عنه في السوق، هل عملية التنازل عن الاستثمار تمكن المؤسسة من استرجاع قيمته الحالية ام لا، فكلما كان سعر التنازل الذي يعطيه السوق اعلى كلما كانت رغبة المؤسسة في التنازل اكبر؛

ب- مدى مساهمة الاستثمار المراد التنازل عليه في تحقيق نتيجة المؤسسة فكلما كانت مساهمته ضعيفة كما كان اولى بان يتنازل عنه.

ان استخدام اسلوب التنازل عن الاستثمارات لتقويم خلل الهيكل المالي مرتبط طرديا بالقيمة السوقية للاستثمار المراد التنازل عنه وعكسيا بمساهمته في خلق التدفقات النقدية الإيجابية.

- تعتبر عملية الحد من الاحتياجات المالية الدورية، وسيلة فعالة جدا لمعالجة خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وهذا عندما تتميز قيمة هذه الاحتياجات بالضخامة، علما ان عملية تقليص من احتياجات راس المال العامل ن الممكن ان تتماشى مع كافة سبل تصحيح خلل الهيكل التمويلي.

خلاصة الفصل الثاني

من خلال هذا الفصل تطرقنا الى اهم المحددات التي تحقق الهيكل التمويلي المناسب للمؤسسة والتي قمنا بتقسيمها الى محددات كمية واخرى كيفية، بالإضافة الى بعض المحددات الاخرى التي يجب اخذها بعين الاعتبار عن تحديد انواع الاموال المستخدمة في تمويل المؤسسة.

كما تبين ان الرفع المالي ذو تأثير مزدوج على المردودية المالية للمؤسسة فنجاح المؤسسة ونموها مرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدلات من المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الاستدانة وهو ما يؤدي بالمؤسسة الى تحقيق رفع مالي مفضل، وبذلك يكون اثر الرافعة ايجابيا على المردودية المالية، ومن ثم تحقيق مستوى معين من النمو الداخلي.

ثم ان الوصول الى هيكل تمويلي امثل لابد من تقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وصولا الى التكلفة الاجمالية للأموال، والقدرة على تقييم الهيكل التمويلي باستعمال مؤشرات التوازن المالي أو استخدام النسب الهيكلية، ففي حالة قضي ذلك التقييم بعدم أمثلية الهيكل التمويلي فإنه يستلزم اللجوء إلى تقويمه باتخاذ الاجراءات التصحيحية من أجل السير بالهيكل التمويلي نحو الامثلية.

الفصل الثالث:

دراسة تطبيقية لمؤسسة حصى الشرق

—قائمة—

مقدمة الفصل:

بعدما تطرقنا في الجانب النظري لمحددات الهيكل التمويلي من خلال عرض اهم مصادر الهيكل التمويلي ومختلف النظريات المفسرة له، وكذا نسب الهيكل المالي وطرق تصحيح الهيكل التمويلي للمؤسسة وكيفية استخدامها.

بناء على ما تقدم سنحاول في هذا الفصل اسقاط الجانب النظري على ارض الواقع بإجراء دراسة تحليلية قياسية على مؤسسة حصى الشرق قائمة لتباين العلاقة بين المتغيرات المستقلة (هيكل الاصول، السيولة، الربحية، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية) والمتغير التابع (الهيكل المالي) انطلاقا تحليل النسب المالية خلال الفترة (2014-2019) بالاعتماد على وثائق المؤسسة، كما تم اعتماد على البرنامج Eviews9 في حساب النسب والقيم ومن ثم تفسير النتائج ويتم ذلك من خلال عرض ثلاثة مباحث التالية:

المبحث الأول: الاطار النظري للمؤسسة محل الدراسة؛

المبحث الثاني: دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة حصى الشرق؛

المبحث الثالث: دراسة قياسية لمحددات الهيكل المالي لمؤسسة حصى الشرق.

المبحث الأول: الاطار النظري للمؤسسة محل الدراسة

سنحاول في هذا المبحث التطرق الى الجزء التعريفي بالمؤسسة محل الدراسة والمتمثلة في مؤسسة حصى الشرق -قالمة- من خلال نظرة شاملة حول تعريفها واهدافها و هيكلها التنظيمي.

المطلب الاول: تقديم مؤسسة حصى الشرق

نتعرض في هذا المطلب الى تعريف بالمؤسسة محل الدراسة، الإحاطة بالمعلومات العامة المتعلقة بها والعوائق.

الفرع الأول: التعريف بالمؤسسة

في 02-01-2018 تم دمج وحدة الرخام قالمة في مؤسسة مجمع الصناعي لإسمنت الجزائر فرع حصى الشرق وهذا من اجل تطوير وحدة انتاج الرخام قالمة، حيث تعتبر مؤسسة الشرق من اقوى الشركات الوطنية.

تأسست مؤسسة حصى الشرق مارس سنة 2008، تمتلك المؤسسة محجرتين اساسيتين في كل من ميلة وام لبواقي وهما مصدر المادة الاولية، وتقع مؤسسة حصى الشرق ببلدية "بومهرة أحمد"، على الطريق الرابط بين بلديتي "بومهرة أحمد" و"جباله لخميسي"، يحدها من الشمال واد سييوس ومن الجنوب وحدة إنتاج البلاط.

تقدر مساحتها بمكتار ونصف، والتي تعود ملكيتها الأصلية إلى الدولة ،فهي تعتبر مؤسسة عمومية اقتصادية، وقد دخلت طور التشغيل سنة 1995.

أما النشاط الأساسي لمؤسسة حصى الشرق هو انتاج و تسويق الرخام والجبس ومواد البناء آخر تاريخ لإعادة هيكلة الوحدة كان 2012.

الفرع الثاني: معلومات عامة عن المؤسسة

أولاً- معلومات إضافية حول الوحدة

- البريد الإلكتروني: dggranuest@hotmail.fr

- راس المال الإجمالي: مليار ومئة مليون دينار جزائري.

ثانيا- اسباب اختيار الموقع: من اهم أسباب اختيار الموقع ما يلي:

- قربها من الوادي لاستغلال المياه للآلات؛

- الموقع المعزول لتفادي ازعاج السكان ونظرا لما تحدته الآلات من ضجيج وغبار.

ثالثا- طبيعة الوحدة: تعمل مؤسسة حصى الشرق قالمة بطاقم عمالي يضم 81 عامل يعمل وفق النسق التالي:

- الفرقة الأولى: من الساعة السادسة صباحا إلى الساعة الثانية زوالا؛

- الفرقة الثانية: من الثانية زوالا إلى الساعة العاشرة ليلا.

ويقوم نشاط المصنع على انتاج وتسويق الرخام والجبس ومواد البناء، وتقوم بالإنتاج حسب الطلبات التي

يقدمها الزبائن لهم.

رابعا- العوائق التي تواجه المؤسسة: من بين اهم العوائق التي تتعرض لها المؤسسة ما يلي:

- ضيق مساحة المصنع التي لا تسمح بالتوسع؛

- كثرة المنافسين واستخدام طرق غير شرعية في التسويق مثل: الغاء الضريبة لجلب الزبائن؛

- العروض الخاصة ومدة الانتظار.

المطلب الثاني: اهداف مؤسسة حصى الشرق

تهدف مؤسسة حصى الشرق لتحقيق جملة من الأهداف نذكر أهمها فيما يلي:

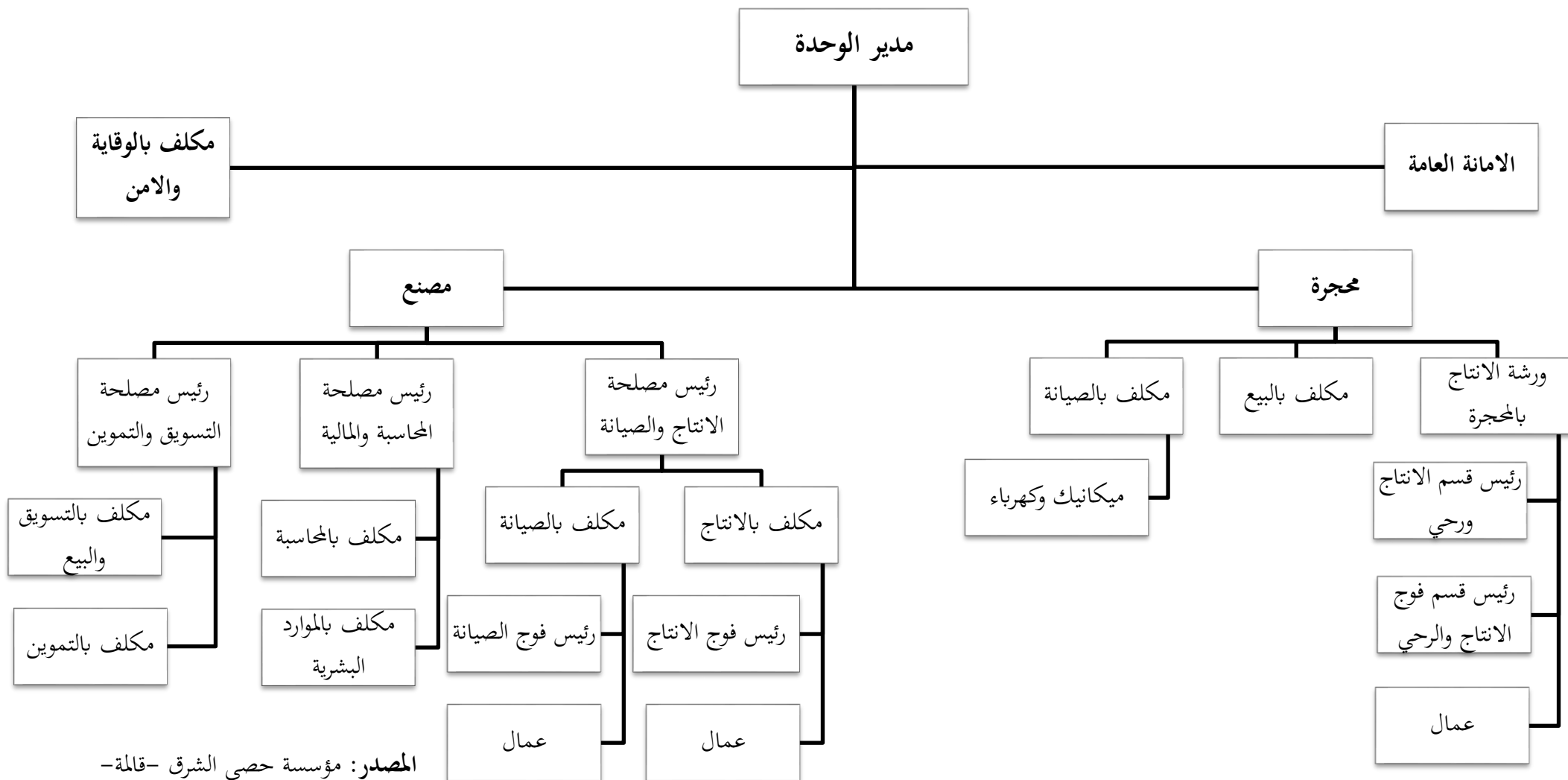
- تعظيم قيمة الوحدة؛

- الاستمرارية وتحقيق الربح؛
- المنافسة مما يؤهلها الى احتلال المراتب الأولى؛
- تغطية متطلبات الزبائن؛
- محاولة تحسين العمل الإشهاري والإعلامي لمختلف منتجاتها، وهذا بهدف ترقية مبيعاتها؛
- تحقيق الاكتفاء الذاتي والتقليل من التبعية الخارجية.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة حصى الشرق

يمكن توضيح الهيكل التنظيمي لمؤسسة حصى الشرق من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (06): الهيكل التنظيمي العام لمؤسسة حصى الشرق -قالمة-



المصدر: مؤسسة حصى الشرق -قالمة-

يضم الهيكل التنظيمي لمؤسسة حصى الشرق بقائمة ما يلي:

1- مدير الوحدة:

يعتبر اعلى رتبة في الوحدة، حيث يقوم بمتابعة سير عمل الوحدة يوميا وكذا وضع القرارات ومتابعة كل العمليات واصدار الاوامر، بالإضافة الى المصادقة على الوثائق التي تحول اليه بعد دراستها ومراجعتها.

2- الامانة العامة:

يطلق عليها هذا الاسم لكونها شديدة الحرص على اسرار المؤسسة، وعليها عاتق المسؤولية على كل المعلومات الخاصة بنشاط المؤسسة، كما لها علاقة وطيدة بالإدارة العامة.

3- مصلحة الوقاية والامن:

هدفها الحفاظ على موجودات المؤسسة من الضياع بالإضافة الى توفير الحماية للعاملين.

4- قسم التسويق:

تتكون من رئيس المصلحة التجارية، رئيس مصلحة البيع، إطار تجاري مكلف بالتسويق، وتقوم هذه المصلحة ب:

- تسجيل قائمه الزبائن وتحديد الكمية المخصصة لهم.
- استلام طلبيات الزبائن وإعطائها لمصلحة الإنتاج لإعداد طلب الإنجاز.
- مناقشة الطلبية مع الزبون من حيث وقت تسليم السلعة ودفع العربون.

5- قسم التموين:

- الاشراف على عمليات الشراء التي تحتاجها المؤسسة لمستلزمات الشغل.
- الاشراف ومتابعة المخزون للمواد الاولية والمنتج النهائي.

6- مصلحة المحاسبة والمالية:

حيث تقوم هذه المصلحة بتجميع العمليات المالية والمحاسبية التي تجري بين مختلف المصالح الأخرى لمعرفة مركزها المالي، وذلك بعد استخراج النتائج السنوية.

7- مصلحة الموارد البشرية:

تتكون من رئيس المصلحة المكلف بالنزاعات وهي عصب المؤسسة، أي الرابط بين العمال والمدير ابتداء من التوظيف إلى التقاعد، حيث يقوم بتحضير العطل والترقيات وإعداد الرواتب لكل عامل وذلك شهريا.

8- قسم الصيانة:

تتكون من رئيس المصلحة ولها فعالية كبيرة بالوحدة فهي تقوم بصيانة التجهيزات للحفاظ عليها حيث تخصص سنويا فترة لإجراء عمليات الصيانة وتضم صيانة المصنع وصيانة المحجرة.

9- مصلحة الإنتاج:

تقوم بالإشراف على عملية الانتاج ابتداء من دخول المادة الاولية الى ورشات الانتاج الى ان تصل الى المرحلة النهائية وتصبح منتوجا تاما.

10- مصلحة الامن والنظافة:

تتكون من رئيس المصلحة، رئيس الفصيلة، أعوان الامن والحراس وهي المسؤولة عن الأمن داخل الوحدة.

المبحث الثاني: دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة حصى الشرق

لدراسة الهيكل التمويلي علينا تحليل الوضع المالي للمؤسسة، وهذا باستخدام مجموعة من الأدوات وحساب نسب الهيكل المالي بالاعتماد على القوائم المالية، وعليه فان عملية اعداد القوائم المالية تعد خطوة ضرورية عند الشروع في دراسة الوضعية المالية.

المطلب الأول: عرض الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة حصى الشرق للفترة (2014-2019)

قمنا بإعداد الميزانيات المالية المختصرة لمؤسسة حصى الشرق بقائمة بالاعتماد على الميزانيات الختامية للفترة 2014-2019 والمتمثلة في الجداول التالية:

الفرع الأول: جانب الاصول

الجدول رقم(01): الميزانية المالية المختصرة لجانب الاصول بالمبالغ الصافية للفترة 2014-2016

البيان	2014	2015	2016
الأصول الثابتة	266682109,66	283783301,88	273950018,32
الأصول المتداولة	54564352,32	71023989,09	87109044,89
قيم الاستغلال	50772247,08	60702656,60	81036088,56
قيم قابلة للتحقيق	1641197,15	1120879,94	1276798,97
قيم جاهزة	21550908,09	9200452,55	4796157,36
المجموع	321246461,9	354807290,97	361059063,21

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة حصى الشرق

الجدول رقم (02): الميزانية المالية المختصرة لجانب الاصول بالمبالغ الصافية للفترة 2017-2019

2019	2018	2017	البيان
381279037,81	361735424,20	270424441,29	الأصول الثابتة
84244830,46	92717418,77	89369642,75	الأصول المتداولة
62195215,19	69982969,00	82685582,48	قيم الاستغلال
16447607,21	16758854,26	1077197,75	قيم قابلة للتحقيق
5602008,06	5975595,51	5606862,52	قيم جاهزة
465523868,27	454452842,97	359794084,04	المجموع

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة حصى الشرق

الفرع الثاني: جانب الخصوم

الجدول رقم (03): الميزانية المالية المختصرة لجانب الخصوم بالمبالغ الصافية للفترة 2014-2016

2016	2015	2014	البيان
331268766,16	326174326,44	305063517,1	الأموال الدائمة
29790297,05	28632964,53	16182944,84	ديون قصيرة الاجل
361059063,21	354807289,93	321246461,9	المجموع

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة حصى الشرق

الجدول رقم (04): الميزانية المالية المختصرة لجانب الخصوم لفترة 2017-2019

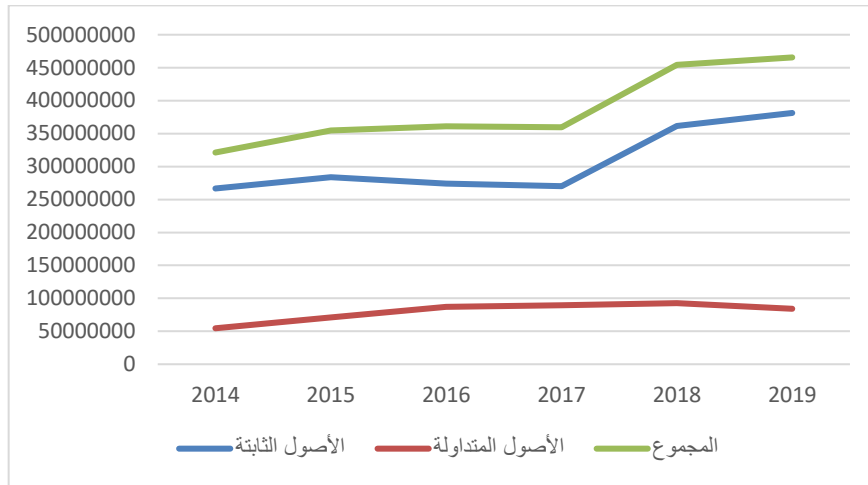
2019	2018	2017	البيان
412863220,75	408420498,42	323243879,4	الأموال الدائمة
26865906,38	46032344,55	36550204,62	ديون قصيرة الاجل
439729127,08	454452842,97	359794084,02	المجموع

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة حصى الشرق

المطلب الثاني: تحليل عناصر الميزانية

بعد اعداد الميزانيات المالية المختصرة قمنا في هذا المطلب بتحليل عناصر الميزانية من أصول و خصوم كل على حدى، بالاستناد على التمثيل البياني لكل منهما في التحليل.

الشكل رقم (07): التمثيل البياني لجانب الاصول خلال الفترة (2014-2019)

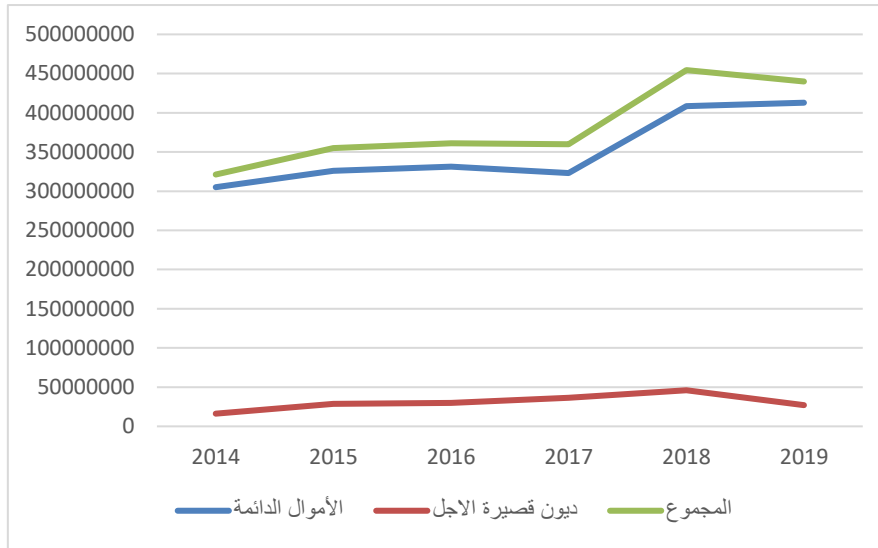


المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من خلال الشكل رقم (07) أعلاه ان الأصول الثابتة تمثل أكبر نسبة مقارنة بالأصول المتداولة وهذا يدل على رغبة المؤسسة في توسيع نشاطاتها، فقد شهدت الأصول الثابتة تذبذب من سنة الى أخرى، حيث سجلت ارتفاع خلال سنتي 2014، 2015 ثم انخفضت سنة 2016 لتصل لأدنى قيمة لها سنة 2017، لترتفع وتعود للتحسن في سنتي 2018 و 2019 على التوالي.

اما بالنسبة للأصول المتداولة فهي في ارتفاع مستمر خلال السنوات 2014 الى 2018 ماعدا سنة 2019 التي انخفضت فيها، ويعود السبب بصفة عامة لزيادة القيم المحققة.

الشكل رقم (08): التمثيل البياني لجانب الخصوم خلال الفترة (2014-2019)



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من خلال الشكل رقم (08) ان الأموال الدائمة ارتفعت خلال السنوات 2014، 2015، 2016 ثم انخفضت سنة 2017 لتعاود الارتفاع سنة 2018 و 2019 على التوالي، وهذا نتيجة زيادة الأموال الخاصة وانعدام الديون طويلة الاجل.

اما بالنسبة للخصوم المتداولة نلاحظ انها في ارتفاع مستمر خلال السنوات 2014، 2015، 2016، 2017، 2018 وذلك لارتفاع كل من الديون والضرائب، في حين انخفضت سنة 2019.

المطلب الثالث: دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة حصى الشرق للفترة (2014-2019)

اعتمادا على الميزانيات المالية السابقة يمكننا دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة محل الدراسة عن طريق حساب اهم نسب الهيكل التمويلي.

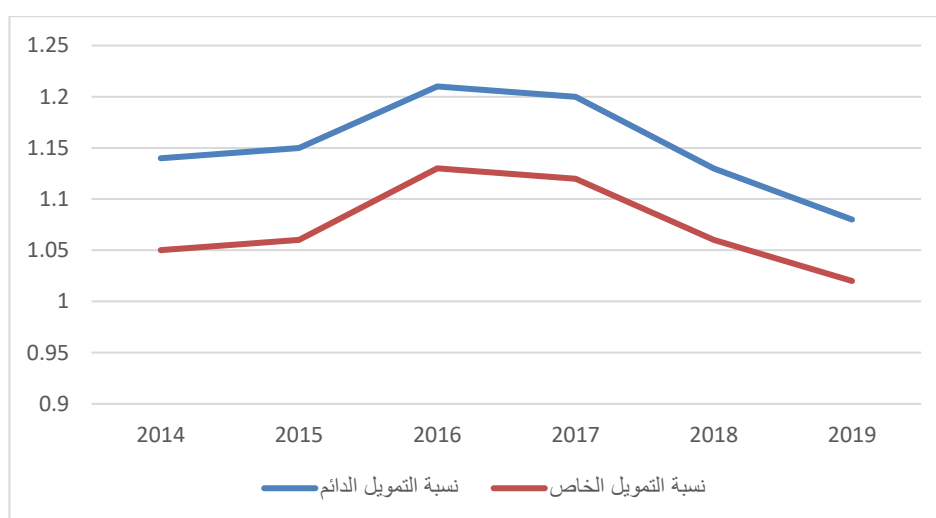
تمثل الجداول التالية مختلف نسب الهيكل المالية أو الوضعية التي تسمح بإعطاء صورة عن التوازن المالي الاجمالي، كما تسمح بتحليل النسب التمويلية والاستثمارية ولاستغلالية للمؤسسة، وسوف نتعرض اليها في الجداول التالية:

الجدول رقم(05): نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص للفترة 2014-2019

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
نسبة التمويل الدائم	1,14	1,15	1,21	1,20	1,13	1,08
نسبة التمويل الخاص	1,05	1,06	1,13	1,12	1,06	1,02

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة حصى الشرق

الشكل رقم (09): تمثيل بياني يمثل تطور نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

التعليق:

من الجدول رقم (05) والشكل رقم (09) نلاحظ ان نسبة التمويل الدائم تفوق الواحد طيلة سنوات الدراسة، حيث سجلت خلال السنوات 2014، 2015، 2016 ارتفاع ملحوظ من نسبة 1,14 الى نسبة 1,21، أي ان المؤسسة قادرة على تغطية أصولها الثابتة بواسطة اموالها الدائمة، وخلال السنوات 2017،

2018، 2019 شهدت انخفاض من نسبة 1,2 الى 1,08 وهذا يعني ان المؤسسة تغطي أصولها الثابتة بواسطة أموالها الدائمة مع عدم وجود هامش امان.

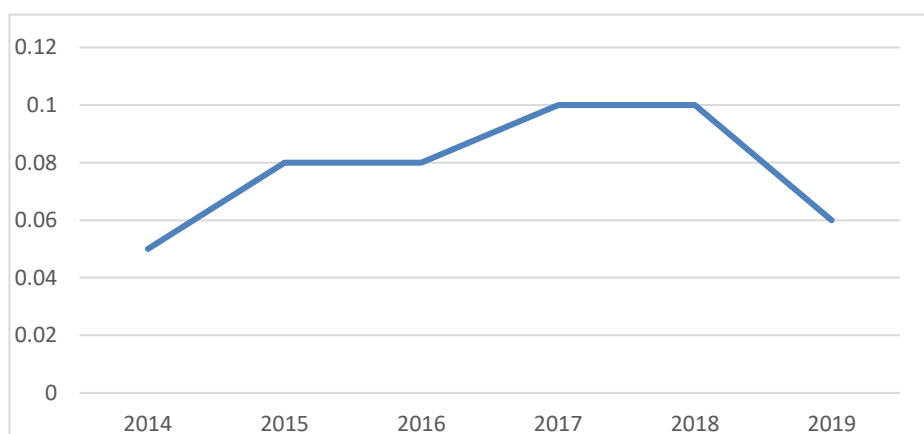
اما نسبة التمويل الخاص تفوق الواحد هي الأخرى طيلة سنوات الدراسة وبنسب متقاربة، حيث قدرت سنة 2014 بنسبة 1,05 وارتفعت لتصل الى 1,13 سنة 2016 لتتخفف بعد ذلك تدريجيا الى 1,02 سنة 2019، وهذا يعني ان المؤسسة قادرة على تمويل أصولها الثابتة بأموالها الخاصة.

الجدول رقم(06): نسبة الديون الى اجمالي الاصول للفترة 2014-2019

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
نسبة الديون الى اجمالي الأصول	0,05	0,08	0,08	0,10	0,10	0,06

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة حصى الشرق

الشكل رقم (10): تمثيل بياني يمثل تطور نسبة الديون الى اجمالي الأصول



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

التعليق

نلاحظ من الجدول رقم (06) والشكل رقم (10) ان نسبة الديون الى اجمالي الأصول لا تتجاوز 0,10 طيلة الفترة المدروسة، حيث ارتفعت من نسبة 0,05 سنة 2014 الى 0,10 سنة 2018 وهذا راجع لقيام

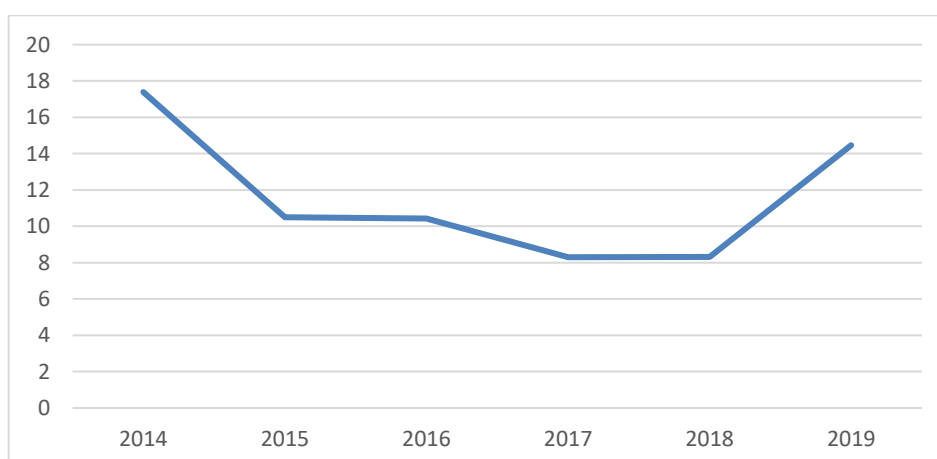
المؤسسة بعمليات استنادة، اما سنة 2019 انخفضت القيمة الى نسبة 0,06، ويمكن ان يعود ذلك الى نقص متطلبات الدائنين.

الجدول رقم(07): نسبة الاستقلالية المالية للفترة 2014-2019

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
نسبة الاستقلالية المالية	17,39	10,50	10,43	8,30	8,32	14,46

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة حصى الشرق

الشكل رقم (11): تمثيل بياني يمثل تطور نسبة الاستقلالية المالية



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

التعليق:

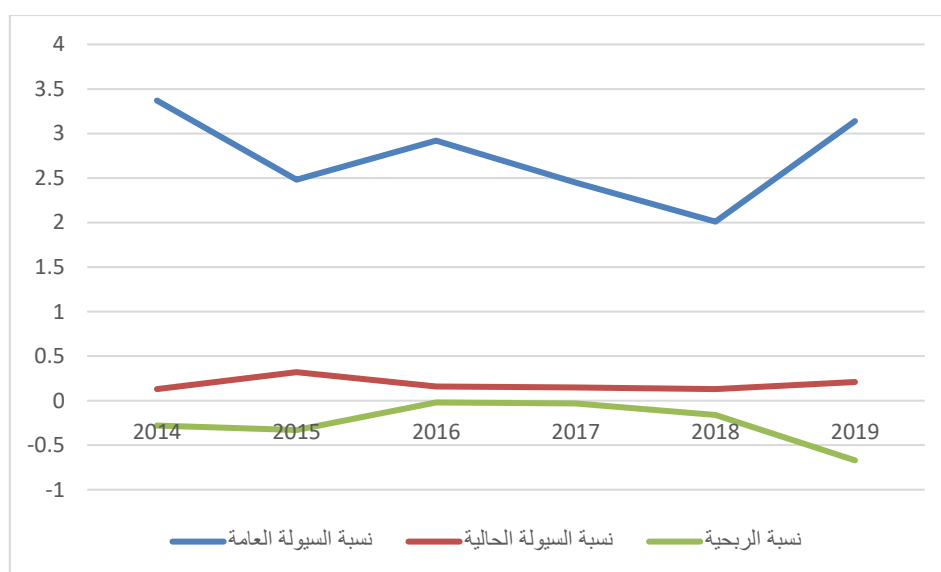
نلاحظ من الجدول رقم (07) والشكل رقم (11) ان نسبة الاستقلالية المالية اكبر من 8 طيلة فترة الدراسة، حيث بلغت اقصى قيمة لها 17,39 سنة 2014، وبالتالي فالمؤسسة قادرة على تغطية ديونها عن طريق أموالها الخاصة، مما يكسب المؤسسة المرونة في التعامل مع دائنيها.

الجدول رقم(08): نسب السيولة ونسبة الربحية للفترة 2014-2019

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
نسبة السيولة العامة	3,37	2,48	2,92	2,45	2,01	3,14
نسبة السيولة الحالية	0,13	0,32	0,16	0,15	0,13	0,21
نسبة الربحية	(0,28)	(0,33)	(0,02)	(0,03)	(0,16)	(0,67)

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة حصى الشرق

الشكل رقم (12): تمثيل بياني يمثل تطور كل من نسب السيولة والربحية



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

التعليق:

من الجدول رقم (08) والشكل رقم (12) نستخلص الى ان نسبة السيولة العامة خلال سنوات الدراسة اكبر من الواحد، اذ سجلت اعلى قيمة لها سنة 2014 بنسبة 3,37 و اقل قيمة 2,01 خلال سنة 2018، وهذا يعني ان الأصول المتداولة اكبر من الديون اي ان قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها كبيرة.

وبخصوص السيولة الحالية نلاحظ من الجدول خلال سنوات الدراسة ان هذه النسبة اقل من الواحد وضعيفة جدا بنسب متذبذبة (تتراوح بين 0,32 و 0,13)، وضعف هذه النسبة يعني قدرة (متاحات) المؤسسة لا تكفي لتغطية الديون قصيرة الاجل.

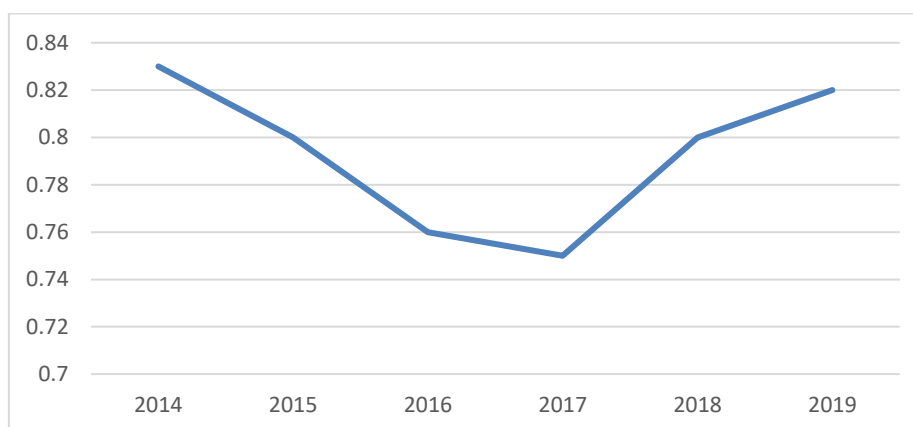
اما في ما يتعلق بنسبة الربحية فهي منعدمة طيلة فترة الدراسة وذلك راجع لانعدام النتيجة خلال سنوات الدراسة.

الجدول رقم(09): نسبة الاصول الثابتة للفترة 2014-2019

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
نسبة الاصول الثابتة	0,83	0,80	0,76	0,75	0,80	0,82

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة حصى الشرق

الشكل رقم (13): تمثيل بياني يمثل تطور نسبة الأصول الثابتة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

التعليق:

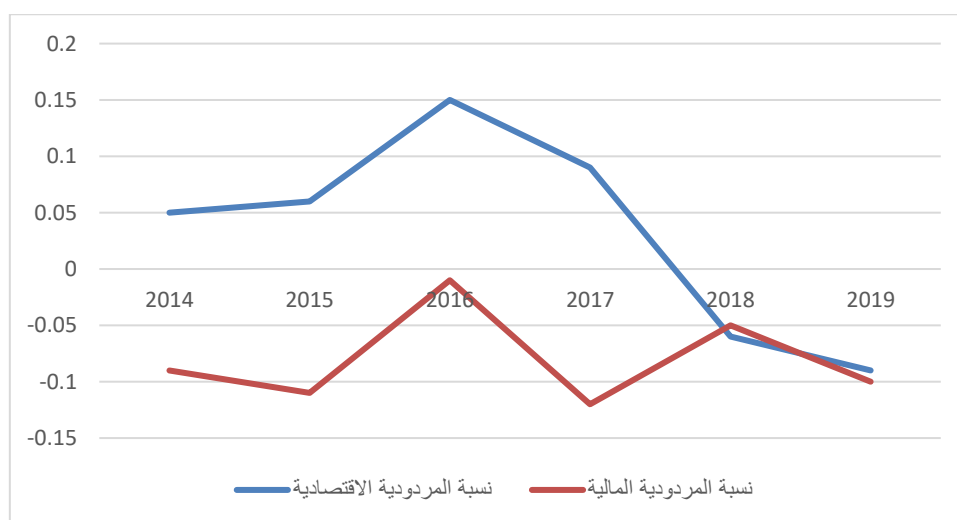
نلاحظ من الجدول رقم (09) والشكل رقم (13) ان نسبة هيكل الأصول خلال السنوات 2014 الى 2017 شهدت انخفاض تدريجي من نسبة 0,83 الى نسبة 0,75 وهذا راجع لعدم إقامة المؤسسة بمشاريع جديدة، ثم لترتفع سنة 2018 الى نسبة 0,80 لتبلغ سنة 2019 نسبة 0,82 وهذا راجع الى توسيع المؤسسة لاستثماراتها.

الجدول(10):نسب المردودية للفترة 2014-2019

البيان	2014	2015	2016	2017	2018	2019
نسبة المردودية الاقتصادية	0,05	0,06	0,15	0,09	(0,06)	(0,09)
نسبة المردودية المالية	(0,09)	(0,11)	(0,01)	(0,12)	(0,05)	(0,1)

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانيات المالية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة حصى الشرق

الشكل رقم (14): تمثيل بياني يمثل تطورات نسب المردودية



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

التعليق:

نلاحظ من خلال الجدول رقم (10) والشكل رقم (14) ان المردودية الاقتصادية سنة 2014 قدرت بنسبة 0,05 لترتفع بعدها الى نسبة 0,06 سنة 2015 لتحقق اكبر انتعاشا سنة 2016 بنسبة 0,15 لتتخفص بعدها سنة 2017 حتى تنعدم سنتي 2018، 2019 ويعود سبب هذه التغييرات نتيجة التغير في مجمع الأصول وكذلك التغير في نتيجة الاستغلال.

اما بالنسبة للمردودية المالية فهي منعدمة طيلة فترة الدراسة وهذا راجع لانعدام النتيجة خلال سنوات الدراسة.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لمحددات الهيكل المالي لمؤسسة حصى الشرق

تهدف الدراسة إلى التعرف على محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وتحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي في مؤسسة حصى الشرق لفترة (2014-2019) باستخدام نموذج قياسي لإبراز العلاقة بين المتغيرات المستقلة (هيكل الاصول، السيولة، الربحية، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية) والمتغير التابع (الهيكل المالي) انطلاقا من تحليل نسب الهيكل المالية خلال الفترة (2014-2019) بالاعتماد على وثائق المؤسسة، كما تم الاعتماد على البرنامج Eviews9 في حساب النسب والقيم ومن ثم تفسير النتائج.

المطلب الأول: نماذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR)

استخدمت السلاسل الزمنية في مختلف الأعمال التطبيقية منذ ظهور منهج وموضوع علم الاقتصاد القياسي مع مطلع ثلاثينات القرن الماضي، إلا أن الاهتمام الحقيقي للباحثين من اقتصاديين واحصائيين لخصائصها الإحصائية برز مع عشرية السبعينات، وبالضبط بعد نشر الباحثين: (G.E.P.BOX) و(G.M.Jenkins) لكتابهما الشهير: (Time Series Analysis, Forecasting and Control) عام (1970)

الفرع الأول: الصيغة الرياضية لنماذج الانحدار الذاتي (VAR)

أولاً- الشكل العام لنماذج (VAR): يعطى نموذج شعاع الانحدار الذاتي من الدرجة "p" على الشكل¹:

$$x_t = \phi_0 + \phi_1 x_{t-1} + \phi_2 x_{t-2} + \dots + \phi_p x_{t-p} + u_t \dots \dots (1)$$

حيث: ϕ_0 : شعاع ثوابت ($N \times 1$)

ϕ_i : مصفوفة ($N \times 1$) لمعاملات الانحدار مع: $i=1,2,\dots,p$

u_t : شعاع ($N \times 1$) يتكون من N مركبة تملك سلوك تشويش أبيض.

ثانياً- شروط استقراره نماذج (VAR): إذا كانت السيورة AR(p) أسفله مستقرة، فإن وسطها الممثل ب: μ يجب أن يكون غير مستقر بالنسبة للزمن، أي أن:

$$E(X_t) = E(X_{t-1}) = E(X_{t-2}) = \dots = E(X_{t-p}) = \mu$$

¹ Hamilton. J.D., **time series analysis**, princeton university press, United Kingdom, 1994, p 257.

لينتج لدينا: $E(X_t) = \delta + \phi_1 E(X_{t-1}) + \phi_2 E(X_{t-2}) + \dots + \phi_p E(X_{t-p}) + E(\varepsilon_t)$

وبتعويض μ بما تساويه نجد:

$$\mu = \delta + \phi_1 \mu + \phi_2 \mu + \dots + \phi_p \mu$$

$$\mu = \frac{\delta}{(1 - \sum_{i=1}^p \phi_i)}$$

العبارة الأخيرة والخاصة بوسط السيرونة AR(p) تعطي لنا أيضا شرط الاستقرار، فإذا كان μ منتهيا فمن الضروري أن تكون $\sum_{i=1}^p \phi_i < 1$ ، وهذا الشرط ضروري لكنه غير كاف لضمان حالة الاستقرار، حيث أن هناك شروط أخرى يجب أن تتحقق.

وبوضع $\hat{X}_t = X_t - \mu$ ، وانطلاقا من نموذج الانحدار الذاتي المكتوب بواسطة معامل التأخير L يكون لدينا: $\varepsilon = \phi(L)X_t$ ومنه فإن $X_t = \phi^{-1}(L)\varepsilon_t$.

فحتى يكون النموذج AR(p) مستقرا يجب أن يكون قابلا للانعكاس، أي يمكن كتابته على شكل نموذج نهائي للأخطاء العشوائية، وبعبارة أخرى يجب أن تكون جذور كثير الحدود $\phi(L)$ بالقيمة المطلقة أقل من الواحد أي¹: $|\phi_i| < 1, \forall i = 1, \dots, p$

الفرع الثاني: تقدير نماذج (VAR)

حتى يمكن إجراء أي نوع من أنواع التقدير لنماذج (VAR) (Direct Estimation) يجب أن تكون كل المتغيرات المكونة للنظام مستقرة، ويتم ذلك باستخدام²:

- طريقة المربعات الصغرى العادية (بالنسبة لنموذج VAR غير المقيد)؛
- طرق تقدير أخرى إذا تعلق الأمر بنموذج (VAR) مقيد (VAR هيكلية، أو في حالة متغيرات الدراسة غير مستقرة المستويات).

¹ G. Bresson et G.C Michaud, **Econométrie des séries temporelle : théorie et application**, Paris- P.U.F, 1995, p 22.

² بروك داودي، دراسة تحليلية وقياسية لتأثير الصادرات على النمو الاقتصادي- حالة الجزائر، الفترة من 1967 إلى 2014، مذكرة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2015-2016، ص303.

أولاً- تحديد الرتبة (P) للنموذج (AR): لتحديد درجة تأخير المسار (VAR) نعتمد على المعيارين: (Schwartz, Akaike) وطريقة اختبار درجة التأخير تعتمد على تفسير كل نماذج (VAR) من أجل درجة تأخير تتراوح بين 0^* و h^* حيث h هو درجة التأخير المقبولة من طرف النظرية الاقتصادية¹.

ثانياً- اختبار كسر الاحتمال (LR): تركز الاختبارات التي تهتم بتحديد عدد التأخيرات الأمثل، على معرفة ما إذا كانت بعض الكتل (Blocks) المكونة لمصفوفة معاملات النموذج (VAR) تساوي الصفر (اختبار قيود خطية صفرية لمعاملات الانحدار).

ثالثاً- مرحلة تقدير معالم النموذج: بعد الانتهاء من تحديد الرتبة (P) والتي تعتبر مرحلة التعرف على النموذج الموافق للسلسلة الزمنية، نقوم بالانتقال إلى مرحلة تقدير معالم النموذج، وهذا بالاعتماد على إحدى الطرق التالية:

— طريقة معادلات "يول-ولكر"؛

— الطريقة الإندارية؛

— طريقة أعظم احتمال (المعقولة العظمى).

رابعاً- التنبؤ باستخدام نماذج (VAR): التنبؤ (وخاصة قصير الأجل) يعد واحداً من بين الاستخدامات الأساسية لأنظمة (VAR)، لأنه يقوم على مقارنة غير نظرية (رياضية وليست فقط اقتصادية)، فلا تستدعي اللجوء إلى أية نظرية اقتصادية لتحديد معادلات هيكلية بين مجموعات مختلفة من المتغيرات، كما أن النظام (VAR) يقوم على فكرة أن المتغيرات الاقتصادية لديها ميول إلى التغير سوية مع بعضها البعض مع مرور الزمن.

الفرع الثالث: ديناميكية نماذج (VAR)

زيادة على القدرة التنبؤية الجيدة التي تميز نماذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR) (خاصة المقيدة منها) يمكن الاعتماد عليها كذلك في النماذج²، للقيام باختبار سببية جرانجر (Testing Granger Causality)، وكذا دراسة وتحليل آثار مختلف السياسات الاقتصادية، من خلال دراسة خصائص دوال الاستجابة الدفعية (Impulse Response)، وتفكيك تباين خطأ التنبؤ (Variance Decomposition).

¹ Régis Bourbonnais, (2006): **Econométrie**, 2 éme édition, Dunod, Paris, p 239.

² بروك داودي، مرجع سبق ذكره، ص 310.

أولاً- تحليل الصدمات ودوال الاستجابة الدفعية (Impulses Responses Analysis): الاستجابات الدفعية (Impulses Responses Analysis) تعد من الاستخدامات العملية لنماذج (VAR)، حيث تمثل دالة الاستجابة الدفعية الأثر الذي تخلفه صدمة معينة في زمن معين "t" (One-Time Shock)، لأحد المتغيرات على القيم الجارية والمستقبلية للمتغيرات الداخلية¹، لأن حدوث صدمة في المتغيرة "i" يمكن أن يكون له أثر مباشر على هذه المتغيرة، كما أن هذا الأثر يمكن أن ينتقل إلى باقي متغيرات النظام من خلال البناء الهيكلي الداخلي للنموذج (VAR).

ثانياً- تحليل تباين الأخطاء (Variance Decomposition): يهدف تحليل التباين (خطأ التباين) إلى حساب مدى مساهمة (وزن) كل صدمة في تباين الخطأ، باستعمال تقنية رياضية يمكن كتابة تباين خطأ التنبؤ لفترة معينة h بدلالة تباين الخطأ الخاص بكل متغير على حدا، ولمعرفة وزنه أو نسبة مشاركة كل تباين نقوم بقسمة قيمة هذا التباين على تباين خطأ التنبؤ الكلي².

ثالثاً- اختبارات السببية: ترتبط فكرة السببية بفكرة التسلسل الزمني، إذ يقول في هذا السياق (David Hume): "أن السبب دائماً يسبق الأثر"³، كما أن الزمن لا يرجع إلى الخلف، مما يعني أنه إذا وقع الحدث A قبل الحدث B، فإنه من الممكن أن يكون A هو سبب حدوث B، لكن من المستحيل أن يكون B هو سبب حدوث A، فالأحداث الماضية تتسبب في وقوع الأحداث الحالية، لكن الأحداث المستقبلية لا يمكنها ذلك، وهي الفكرة الأساسية التي يركز عليها تعريف (Granger) للسببية⁴.

وعبر "قرانجر" (1969) عن مصطلحي السببية والخارجية على النحو التالي: تكون المتغيرة X_2 سبب دافع لـ X_1 إذا تحسنت القيمة التنبؤية لهذا الأخير عند إضافة معلومات عن X_2 خلال التحليل⁵.

¹ بروك داودي، نفس المرجع، ص 310.

² سيلم حمود، سيلم حمود، دراسة قياسية واقتصادية لدالة الطلب على النقد حالة الجزائر الفترة 1964-2006، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008، ص 206.

³ Granger. C.W.J., *Investigating Causal Relations by Econometric Models and CrossSpectral Methods*, *Econometrica*, Vol.37, No3, 1969, pp 424-438.

⁴ بروك داودي، مرجع سبق ذكره، ص 314.

⁵ Granger. C.W.J., *op.cit*, pp .428-429.

المطلب الثاني: عرض النموذج القياسي ومتغيراته

حتى نتعرف على العلاقة النظرية بين المتغيرات يجب تصنيفها الى المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة.

الفرع الأول: متغيرات الدراسة

بداية لا بد من توضيح مختلف المتغيرات التابعة والمستقلة للنموذج

أولاً- المتغير التابع: يتمثل المتغير محل الدراسة أو المتغير الداخلي للنموذج القياسي في نسبة الهيكل المالي (DT)، والذي تم حسابه بالعلاقة الآتية:

$$DT = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

ثانياً- المتغيرات المستقلة: تمثل في المتغيرات المفسرة للمتغير محل الدراسة وهي:

— نسبة الربحية (PR) تحسب بالعلاقة:

$$PR = \frac{\text{النتيجة بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

— المردودية الاقتصادية (RE) تحسب بالعلاقة:

$$RE = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}}$$

— المردودية المالية (RF) تحسب بالعلاقة:

$$RF = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

— نسبة السيولة (LR) تحسب بالعلاقة:

$$LR = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

— هيكل الأصول (CAR) تحسب بالعلاقة:

$$CAR = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

الفرع الثاني: مصادر بيانات متغيرات الدراسة

تم الحصول على بيانات الدراسة من خلال بيانات السلاسل الزمنية المستخرجة من القوائم المالية السنوية للمؤسسة محل الدراسة، بحيث تم تحويل المعطيات السنوية إلى معطيات فصلية (ربيعيات) وهذا للحصول على سلاسل زمنية أطول نسبياً تتماشى مع متطلبات النمذجة القياسية.

الفرع الثالث: العلاقة النظرية بين المتغير التابع (DT) والمتغيرات المستقلة

— العلاقة ذات طبيعة عكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة، فزيادة هذه الأخيرة تسمح للمؤسسة باللجوء إليها عوض الاعتماد على الاقتراض الخارجي؛

— العلاقة ذات طبيعة طردية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية، حيث تعبر هذه الأخير عن مدى قدرة المؤسسة على دفع ديونها من الأرباح؛

— العلاقة ذات طبيعة عكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة هيكل الأصول، لأن زيادة هذه الأخيرة تزيد من اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وتقلل من اعتمادها على الديون، لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يجعلهم عرضة لمخاطر أكبر في حالة التصفية، حيث تعرف قيمتها -الأصول- انخفاضاً شديداً؛

— العلاقة ذات طبيعة عكسية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية؛

— العلاقة ذات طبيعة عكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة المردودية المالية، حيث أن زيادة هذه الأخيرة يقلل من الاعتماد على الديون بشكل كبير.

المطلب الثالث: تحليل نتائج النموذج القياسي

يتم اختبار نموذج الانحدار الذاتي وفق مجموعة من المعايير الإحصائية التي تهدف إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

الفرع الأول : اختبار استقراره السلاسل

يوضح الجدول التالي نتائج اختبار الاستقلالية:

الجدول رقم (11): نتائج اختبار للجذور "KPSS" الوحدوية المتعلقة بالسلاسل قيد الدراسة

اختبار KPSS			
المتغير	اختبار المستوى بقاطع	اختبار المستوى بقاطع واتجاه عام	درجة التكامل I(D)
DT	0,268839	0,177605	I(0)
LR	0,186041	0,118547	I(0)
PR	0,193882	0,157336	I(0)
CAR	0,353611	0,353633	I(0)
RE	0,354004	0,156947	I(0)
RF	0,068516	0,068532	I(0)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات البرنامج EVIEWS09

من خلال البيانات المسجلة في الجدول نلاحظ أن السلاسل المدروسة مستقرة في المستوى I(0) (سواء بقاطع أو بقاطع واتجاه عام) حيث القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة إذ أن السلاسل مستقرة ومتكاملة في المستوى I(0).

الفرع الثاني: اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج

أولاً يجب تحديد العدد الأمثل لمدة التباطؤ (VAR) لاعتماد نموذج الانحدار الذاتي الزمني من خلال مجموعة من المعايير الإحصائية، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (12): درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	298.2219	NA	3.30e-20	-27.83065	-27.13022	-27.76589
1	348.8023	67.44059*	9.65e-21*	-29.21927*	-27.53222*	-28.76589*

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات البرنامج Eviews9

حسب عدد المشاهدات ال 24 في دراستنا ومن الجدول أعلاه نأخذ درجة التأخر والتي تقابل أصغر قيمة في كل مقياس (HQ, SC, AIC, FPE,) وال تي توافق 1 (P=1).

الفرع الثالث: معايرة نموذج VAR للمتغيرات المعتمدة في الدراسة وتحليل التباين

أولاً- معايرة نموذج VAR للمتغيرات المعتمدة في الدراسة: من خلال نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يعتمد كل متغير على القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغيرات الأخرى وفقاً لفترات التباطؤ المحددة، والمعادلة الآتية توضح ذلك:

$$DDT = - 0.394592355543*DDT(-1) - 0.00925173510146*LR(-1) + 0.0140091462448*DPR(-1) + 0.0166951341663*DDCAR(-1) + 0.0208570907187*DRE(-1) - 0.00561111796551*RF(-1) + 0.00547670809919$$

$$R= 0.195798 \quad F= 0.568095 \quad N=24$$

يتضح من خلال المعادلة أعلاه أن:

— الهيكل المالي (المتغير التابع) معرف وفق المعادلة بثابت وتأخير واحد بالنسبة للهيكل المالي وجميع المتغيرات المستقلة للنموذج، وهذا يعني أن نسبة الهيكل المالي في السنة (t) تعرف وتتأثر بنسبة الهيكل المالي وبقيمة المتغيرات خلال السنة (t-1)؛

— قيمة الثابت في المعادلة موجبة وهو يشير إلى قيمة الهيكل المالي في ظل غياب المتغيرات الأخرى وهي قيمة مقبولة ومعقولة اقتصادياً؛

- العلاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي وقيمتها المؤخرة الأولى (الإشارة بالسالب)، والتي تعني أنه في حالة ارتفاع نسبة الهيكل المالي لسنة معينة فإنه يتوقع تراجعها في السنة التي تليها، والعكس بالعكس، حيث يمكن ارجاع سبب هذه الوضعية إلى توجهات نشاط الشركة خلال الدورات الاقتصادية المتعاقبة؛
- العلاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة للتأخير الأول (إشارة سالبة)، أي أن زيادة نسبة السيولة لسنة معينة سيؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية و العكس بالعكس، حيث أن المؤسسة تلجأ إلى استخدام وفرة السيولة بدل اللجوء إلى الاقتراض الخارجي؛
- العلاقة طردية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية، حيث تعبر هذه الأخير عن مدى قدرة المؤسسة على دفع ديونها من الأرباح للتأخير الأول (إشارة موجبة)، تعني أن ارتفاع نسبة الربحية لسنة معينة سيؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي للمؤسسة في السنة الموالية نتيجة لمقدرة المؤسسة على دفع ديونها من الأرباح؛
- العلاقة طردية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة هيكل الأصول للتأخير الأول (إشارة موجبة)، وهو ما جاء معاكسا لطبيعة العلاقة النظرية بين المتغيرين لأن زيادة هذه الأخيرة تزيد من اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وتقلل من اعتمادها على الديون، وربما تعود طبيعة هذه العلاقة إلى نشاط المؤسسة خلال فترة الدراسة؛
- العلاقة طردية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية للتأخير الأول (إشارة موجبة)، وتعني أن زيادة المردودية الاقتصادية لعينة معينة سوف يؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي للسنة الموالية، وهو ما يمكن إرجاعه إلى اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل استثماراتها؛
- العلاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة المردودية المالية، للتأخير الأول (إشارة سالبة)، حيث أن زيادة المردودية المالية لسنة معينة يؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي للسنة التي تليها.
- ثانيا- تحليل التباين لنموذج الهيكل المالي: يوضح تحليل التباين العلاقة بين المتغيرات وتأثير كل منها على بعضها البعض، من خلال تحديد مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والجدول رقم (13) يوضح تحليل التباين لنموذج نسبة الهيكل المالي:

الجدول رقم (13): تحليل التباين لنموذج نسبة الهيكل المالي

Variance Decomposition of DT:							
Perio...	S.E.	CAR	DT	LR	PR	RE	RF
1	0.004620	49.82619	50.17381	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.005592	45.38868	38.87341	11.10509	2.395694	0.507385	1.729744
3	0.006002	44.05887	36.15764	11.80754	5.228054	0.555415	2.192483
4	0.006416	47.58537	32.82527	10.85545	4.788979	1.070685	2.874256
5	0.006557	45.56358	31.58137	10.45710	4.749424	4.774040	2.874481
6	0.006797	46.04866	29.47021	9.733984	4.443783	7.447105	2.856261
7	0.007026	43.35055	27.73925	9.152900	4.209707	11.82405	3.723546
8	0.007363	39.58122	25.42721	8.509862	3.982350	17.48583	5.013524
9	0.007743	36.79251	23.37680	8.166237	3.939310	21.41387	6.311270
10	0.008060	34.02278	21.98391	8.277218	4.092162	24.23067	7.393251

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات البرنامج Eviews9

من خلال الجدول يتضح أن المتغير المستقل هيكل الأصول (CAR) يأخذ أكبر النسب في تفسير تباين المتغير التابع (DT)، بنسب تراوحت بين أكثر من الثلث والنصف، أما بقية المتغيرات فتأثيرها ضعيف على المتغير التابع بالنظر لتغيراتها الطفيفة مقارنة مع هيكل الأصول.

الفرع الرابع: اختبار السببية لغرانجر Granger Causality Test

تعني العلاقة السببية اقتصادياً مقدرة أحد المتغيرات على التسبب في متغير آخر حيث يعتمد اختبار السببية على العلاقة المباشرة بين مختلف متغيرات النموذج واتجاهها كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (14): نتائج اختبار السببية بين متغيرات الدراسة لغرانجر

DT						
CAR	↑	CAR				
LR	↕	Non	LR			
RF	Non	Non	Non	FR		
PR	Non	Non	Non	Non	PR	
RE	Non	Non	Non	Non	Non	RE

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات البرنامج Eviews9

يوضح السهم في الجدول اتجاه العلاقة السببية أحادي أو ثنائي بين كل متغيرين على حدا، في حين أن (Non) تشير الى عدم وجود علاقة سببية، حيث يمكن تلخيص النتائج في:

- وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من CAR إلى DT؛

- وجود علاقة سببية في اتجاهين بين LR و DT؛

- فيما لا توجد علاقة سببية بين بقية المتغيرات.

خلاصة الفصل الثالث

من خلال الدراسة التطبيقية على مستوى مؤسسة حصى الشرق -قامة- وبعد اسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، حاولنا دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة بحساب اهم النسب الهيكل المالي بالاعتماد على القوائم المالية، حيث توصلنا الى ان المؤسسة تعتمد في تمويل مختلف نشاطاتها على مصادر داخلية وخارجية (أموال الملكية وديون قصيرة الاجل).

ومن خلال الدراسة القياسية لمحددات الهيكل المالي نستنتج مما سبق ان هيكل الاصول يؤثر على الهيكل المالي بدرجة كبيرة على عكس بقية المتغيرات التي تؤدي الى تأثير ضعيف جدا على الهيكل المالي، كما استنتجنا العلاقات الموجودة بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع.

الخاتمة العامة

يعتبر الهيكل المالي تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال لتمويل استثماراتها، سواء كانت هذه المصادر مصادر تمويل داخلية او مصادر تمويل خارجية مباشرة او غير مباشرة، كما ان لكل مصدر من مصادر الهيكل المالي تكلفة خاصة به يتم تقدير كل منها على حدى.

كما ان اختيار تركيبة الهيكل التمويلي تعد من بين النقاط التي تثير جدلا بين المختصين في مالية المؤسسة، مما أدى لظهور العديد من النظريات ولكل نظرية نتائج تختلف عن نتائج النظريات الأخرى، فتوصلنا الى انه يمكن تقسيم وجهات نظر الباحثين الاقتصاديين في هذا الموضوع من ثلاث زوايا: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق وتضم نظرية صافي الربح، نظرية صافي ربح العمليات، النظرية التقليدية ونظرية مود كلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس. اما الزاوية الثانية تتمثل في الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق من وجهة نظر كل من مود كلياني وميلر في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وفي ظل نظرية التسوية. اما ثالثا وأخيرا عولج الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة وتضم نظرية الالتقاط التدريجي ونظرية الإشارة. وهكذا نكون قد اثبتنا صحة الفرضية الأولى.

ان عملية تحديد هيكل تمويلي مناسب للمؤسسة الاقتصادية يعتمد على مجموعة من المحددات المتمثلة في: المحددات الكمية (الربحية، السيولة، المردودية، معدل النمو، حجم المؤسسة وهيكل الأصول)، المحددات الكيفية (الملائمة والمرونة) إضافة الى محددات أخرى (التحكم والسيطرة، التوقيت، المنافسة، اتجاهات رجال الاعمال، المركز الضريبي، حجم البنوك وسوق راس المال، اتجاهات المقرض، طبيعة المؤسسة القانونية ومخاطر الإفلاس). وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثانية بالنظر لوجود عوامل كيفية وعوامل أخرى تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

وبهدف استصدار الحكم حول تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وبعد تقييم هيكلها المالي وفي حالة وجود خلل فيه، يمكن اتخاذ إجراءات تصحيحية تتمثل في اعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة.

ان العلاقة النظرية بين المتغير التابع (نسبة الهيكل المالي) والمتغيرات المستقلة (نسبة الربحية، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، نسبة السيولة وهيكل الأصول) المفسرة له في المؤسسة ذات دلالة إحصائية طبيعتها طردية او عكسية. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

الخاتمة العامة

وفي الأخير حاولنا من خلال الدراسة التطبيقية التعرف على محددات الهيكل التمويلي في مؤسسة حصى الشرق -قلمة- للفترة (2014-2019) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي VAR لتبيان العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع انطلاقا من تحليل نسب الهيكل المالي، وتوصلنا من خلاله الى:

النتائج التطبيقية:

- المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي بنسبة حوالي 90% من هيكلها المالي والباقي ديون قصيرة الاجل؛
- اعتماد مؤسسة حصى الشرق على مصادر التمويل الذاتي يفقدها من الوفورات الضريبية؛
- المؤسسة غير قادرة على تسديد التزاماتها في الاجل القصير والديون القصيرة الاجل؛
- المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية؛
- عدم كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها لتحقيق الأرباح؛
- نتيجة السنة المالية للمؤسسة طيلة فترة الدراسة سالبة مما جعلها غير متوازنة ماليا؛
- جميع السلاسل مستقرة في المستوى بالنسبة لاختبار KPSS ومتكاملة من نفس الدرجة $I(0)$ ؛
- درجة التأخر في نموذج VAR هي 01؛
- تقدير العلاقة بين نسبة الهيكل المالي ومحدداته من خلال نموذج VAR مقبول اقتصاديا، احصائيا وقياسيا؛
- وجود علاقة سببية في اتجاه واحد بين (هيكل الأصول ونسبة الهيكل المالي) وعلاقة واحدة سببية في اتجاهين مختلفتين بين (نسبة السيولة و نسبة الهيكل المالي)؛
- بين تحليل التباين الآثار الإيجابية والسلبية لمحددات نسبة الهيكل المالي في المدى القصير والطويل، وقد تبين لنا التأثير القوي لنسبة هيكل الأصول على نسبة الهيكل المالي مقارنة مع المتغيرات المفسرة الأخرى؛
- بين تحليل الصدمات وأكد لنا نتائج تحليل التباين المتعلقة بالتأثير القوي لنسبة هيكل الاصول على نسبة الهيكل المالي في المدى الطويل، والتأثير الضعيف جدا لبقية المتغيرات وعدم وجود تأثير في المديين القصير والطويل.

ومن خلال الدراسة والنتائج المتوصل اليها يمكننا الخروج بالتوصيات التالية:

توصيات الدراسة:

- على مسيري مؤسسة حصى الشرق الامام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية والتنبؤ بتأثيرها المحتملة على المؤسسة؛

الخاتمة العامة

- ينبغي على المؤسسة الاعتماد على القروض طويلة الاجل للاستفادة من الوفورات الضريبية؛
- يجب مراعاة الخطر الذي يكونه الاعتماد على الديون قصيرة الاجل وتعويضه بمصدر اخر اقل خطورة؛
- توسيع استثمارات المؤسسة بهدف تفعيل حركة السوق المالية والوصول سوق مالية ذات كفاءة؛
- على المؤسسة القيام بدراسة معمقة لمختلف تقنيات تسيير الأصول و الخصوم، كما لا بد من إدراج بند متعلق بتسيير الهيكل المالي للمؤسسات ضمن أولويات مجلس الإدارة؛
- لا بد من الاخذ بعين الاعتبار مدى فعالية دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة لاستخلاص نقاط الضعف وتخفيضها او التخلص منها وتعزيز نقاط لقوة.

آفاق الدراسة:

ان البحث في مجال الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية لايزال واسعاً، اذ يمثل كل مصدر تمويلي باباً يمكن التعمق فيه، كما لاتزال بعض النقاط مجهولة يمكن ان تكون مواضيع لبحوث أخرى واشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:

- فعالية قرارات التمويل في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؛
- دراسة نظريات الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية؛
- تكلفة راس المال وتأثيرها على بناء الهيكل المالي.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

• الكتب:

اولا- المراجع باللغة العربية:

1. ابو صبحا سليمان، الادارة المالية، الطبعة الأولى، منشورات القدس الجامعة المفتوحة، عمان، 1996.
2. احمد بن فليس، المحاسبة المعمقة واعمال نهاية السنة المالية، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2000.
3. احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
4. أحمد حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع، الاردن، 2004.
5. أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الاردن، 2004.
6. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، الطبعة الثانية، درا وائل للنشر، الأردن، 2011.
7. امين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.
8. ايمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
9. تيم فايز، مبادئ الادارة المالية، الطبعة الثانية، اثناء لنشر والتوزيع، عمان، 2011.
10. جليل كاظم مدلول العارض، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2013.
11. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 1999.
12. حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار الصفاء للطباعة والنشر، الأردن، 1998.
13. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوارق للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.
14. الحناوي محمد الصالح، العيد جلال إبراهيم، الإدارة المالية (مدخل القيمة و اتخاذ القرارات)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2002.
15. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
16. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
17. رشاد العصار واخرون، الادارة والتحليل المالي، الطبعة الاولى، دار البركة لنشر والتوزيع، عمان، 2006.

18. رضوان وليد عمار، الادارة المالية: مدخل قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، دار المسيرة لطباعة والنشر، مصر، 1997.
19. سعدان شبايكي، تقنيات المحاسبة حسب المخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998.
20. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997.
21. طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن.
22. عاطف وليم اندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
23. عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
24. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
25. عبد الغفار الحنفي، رسمي زكية قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
26. عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، اليمن، 2013.
27. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.
28. عدنان تايه النعيمي واخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
29. عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2009.
30. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، اساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الاردن، 2007.
31. عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
32. فايز سليم حداد، الادارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
33. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
34. محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
35. محمد أيمن الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكات،، السعودية، 1999.

قائمة المراجع

36. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999.
37. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 2006.
38. محمد عبد الله شاهين محمد، سياسات التمويل واثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017.
39. محمد عثمان إسماعيل حميد، اسواق راس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
40. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
41. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، اثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
42. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
43. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر، الاردن، 2006.
44. مفلح محمد عقل، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الاردن، 2009.
45. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 1996.
46. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، مصر، 1998.
47. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: التحليل المالي، الجزء الأول، مطبعة دار البعث، 1990.
48. نظير رياض وآخرون، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
49. هيثم محمد الزغي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والطباعة والتوزيع.
50. يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، مصر، 2012.

ثانيا- المراجع باللغة الاجنبية:

1. G. Bresson et G.C Michaud, *Econométrie des séries temporelle : théorie et application*, Paris- P.U.F, 1995.

2. Granger. C.W.J., **Investigating Causal Relations by Econometric Models and CrossSpectral Methods**, Econometrica, Vol.37, No3, 1969.
3. Hamilton. J.D., **time series analysis**, princeton university press, United Kingdom, 1994.
4. Régis Bourbonnais, **Econométrie**, 2 éme édition, Dunod, Paris, 2006.

• المذكرات

1. بروك داودي، دراسة تحليلية وقياسية لتأثير الصادرات على النمو الاقتصادي- حالة الجزائر الفترة من 1967 إلى 2014 -، مذكرة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2015-2016.
2. محمد بشوشة، تأثير السياسات التمويلية على امثليه الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015 - 2016.
3. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب gms بسكرة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2010 - 2011.
4. سام محمد الاغيا، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل الزمن العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005.
5. سيلم حمود، سيلم حمود، دراسة قياسية واقتصادية لدالة الطلب على النقد حالة الجزائر الفترة 1964-2006، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008.
6. محمد شعبان، نحو اختيار هيكل التمويل امثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009-2010.
7. راضية قريوع، محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المديرية الجهوية للمنطقة الصناعية Drik سكيكدة، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، ام البواقي، 2016-2017.

• المجالات:

1. دادن عبد الغني وآخرون، دور تكلفة راس المال في اتخاذ قرار تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحوث واعمال الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، 2004.
2. سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام اشعة الانحدار الذاتي var، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جامعة قلمة، 2019.
3. غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الاعمال: دراسة تحليلية لشركات القطاع المدرجة في بورصة عمان، دراسات العلوم الادارية، المجلد 38، العدد 2، 2001.
4. منير إبراهيم هندي، تأثير الوفورات الضريبية، وتكلفة الإفلاس والوكالة على نسبة الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، المجلة العلمية، العدد الأول، كلية الاقتصاد، جامعة قطر، 1990.

الملاحق

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
REPUBLICUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT
SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE 8 MAI 1945 GUELMA



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 8 ماي 1945 قالمة

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET
COMMERCIALES ET SCIENCES DE GESTION

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

DEPARTEMENT DE SCIENCES DE GESTION
Ref : D.G/F.S.E.C.S.G/UG/20.....
Guelma le :

قسم علوم التسيير

الرقم : 7... ق.ع.ت.ك.ع.ات.ع.ت.ج.ق / 20.19...
قالمة في : 16 / 12 / 19... 19...

إلى السيد:
قالمة:
.....

الموضوع : ف/ي إجراء زيارة ميدانية أو تربص

نحن رئيس قسم علوم التسيير نشهد بأن:

الطالب(ة):
.....

الطالب(ة):
.....

مسجل(ة) بقسم علوم التسيير سنة (أولى)/(ثانية) ماستر. فرع : (علوم التسيير)/(علوم مالية)
تخصص :
مؤسستكم .

موضوع الزيارة:
.....

لذا نرجو من سيادتكم الموافقة لتحقيق هذه الغاية.

ولكم منافق التقدير و الاحترام

رئيس القسم

اسم و لقب و إمضاء الأستاذ المشرف

مساعد رئيس قسم علوم التسيير
إمضاء :
.....

.....
.....

تأشيرة المؤسسة المستقبلة

BILAN

Date : 31/12/2015

Heure: 14:51:05

Période : 01/01/2015 au 31/12/2015

Utilisateur:UG

Type Edition : DEFINITIVE

ACTIF	NOTE	N (2015)	P (2015)	N (2015)	N-: (2014)
		BRUT	AMORT. PROV.	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles		314 500.00	118 475.00	196 025.00	18 125.00
Immobilisations corporelles					
Terrains		18 090 000.00		18 090 000.00	18 090 000.00
Agencements & Aménagements Terrains					
Constructions		212 140 085.73	147 125 417.69	65 014 668.04	68 477 612.10
Installations Techniques, Mat.& Outils		286 444 823.62	117 598 373.13	168 846 450.49	141 224 428.81
Autres immobilisations corporelles		46 433 588.10	16 876 125.48	29 557 462.62	16 236 959.90
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		2 017 999.53		2 017 999.53	22 586 951.48
Immobilisations financières					
Titres des Filiales					
Créances rattachées à des Participations					
Prêts et autres actifs financiers non courants		60 696.20		60 696.20	48 032.37
Impôts différés actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT		565 501 693.18	281 718 391.30	283 783 301.88	266 682 109.66
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		62 011 243.98	1 398 587.38	60 702 656.60	50 772 247.06
Créances et emplois assimilés					
Clients		3 372 511.06	3 072 815.79	299 695.27	185 836.45
Autres débiteurs		821 184.67		821 184.67	491 542.57
Impôts					963 818.13
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Tresorerie		9 200 452.55		9 200 452.55	2 150 908.09
TOTAL ACTIF COURANT		75 405 392.26	4 381 403.17	71 023 969.09	54 564 352.32
TOTAL GENERAL ACTIF		640 907 085.44	286 099 794.47	354 807 270.97	321 246 461.98

BILAN

Période : 01/01/2015 au 31/12/2015

Type Edition : DEFINITIVE

PASSIF	NOTE	N (2015)	N-1 (2014)
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis			
Primes et reserves - (réserves consolidées)			
Ecart d'équivalence			
Resultat Net		-33 102 190.03	-24 439 007.76
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Liaisons Inter-unités		333 786 376.85	305 920 734.08
TOTAL I		300 684 186.82	281 481 726.32
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		25 490 139.62	23 581 790.82
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		25 490 139.62	23 581 790.82
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		15 578 460.26	9 371 217.76
Impôts		2 202 766.91	1 775 948.84
Autres dettes		10 851 737.36	5 035 778.24
Tresorerie passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		28 632 964.53	16 182 944.84
TOTAL GENERAL PASSIF		354 807 290.97	321 246 461.98

COMPTE DE RESULTAT

Période du : 01/01/2015 Au : 31/12/2015

Type Edition : DEFINITIVE

	NOTE	N (2015)	N-1 (2014)
Ventes et produits annexes		98 999 244.38	88 666 199.64
Autres Prestations de Services			4 500.00
Variation stocks produits finis et en cours		-6 957 104.96	-6 153 914.06
Production immobilisée			3 273 384.77
Subventions d'exploitation			
Cessions matières premières Faites		-10 291 961.73	-4 514 499.91
Cessions matières premières Recues		-30 791 037.39	-23 956 079.37
Cessions produits Finis Faites			
Cessions produits Finis Recues			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		112 541 215.08	105 231 749.81
Achats consommés		17 378 714.06	17 412 182.53
Cessions Charges Faites / services EX et autres			
Cessions Charges Recues / services EX et autres			
Services extérieurs et autres consommations		12 405 665.63	12 857 625.77
II- CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		29 784 379.69	30 269 808.30
III- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		82 756 835.39	74 961 941.51
Charges de personnel		61 014 320.35	51 686 582.08
Cessions Charges du Personnels Faites			
Cessions Charges du Personnels Recues			
Impots , Taxes et Versements Assimilés		1 602 884.52	1 885 824.68
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		20 139 630.52	21 389 534.75
Cessions produits opérationnels Faites			
Autres produits opérationnels		697 342.36	2 042 070.04
Autres charges opérationnelles		506 187.42	314 624.02
Cessions charges opérationnelles Recues			
Dotations aux amortissements , provisions et pertes de valeur		16 000 629.50	16 777 900.59
Reprises sur pertes de valeur et provisions		52 488.00	130 377.60
Cessions Charges Communes Faites			
Cessions Charges Communes recues		15 564 398.95	11 466 886.08
V - RESULTAT OPERATIONNEL		19 947 042.91	17 936 343.86
Produits financiers			
Charges financières		1 421 359.38	
VI - RESULTAT FINANCIER		-1 421 359.38	
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		2 961 284.58	6 469 457.78
Impots exigibles sur résultats ordinaires			
Impots différés (Variations) sur résultats ordinaires			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		92 791 969.78	87 962 617.99
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		125 894 159.81	112 401 625.75

VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-33 102 190.03	-24 439 007.76
Eléments extraordinaires (produits) (... préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (... préciser)			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-33 102 190.03	-24 439 007.76

BILAN

Date : 31/12/2016

Heure: 14:49:21

Période : 01/01/2016 au 31/12/2016

Utilisateur:UG

Type Edition : DEFINITIVE

ACTIF	NOTE	N (2016)	P (2016)	N (2016)	N-: (2015)
		BRUT	AMORT. PROV.	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles		314 500.00	159 300.00	155 200.00	196 025.00
Immobilisations corporelles					
Terrains		18 090 000.00		18 090 000.00	18 090 000.00
Agencements & Aménagements Terrains					
Constructions		212 140 085.73	150 594 119.87	61 545 965.86	65 014 668.04
Installations Techniques, Mat.& Outils		303 884 061.19	139 112 356.59	164 771 704.60	168 846 450.49
Autres immobilisations corporelles		46 457 202.48	19 080 374.29	27 376 828.19	29 557 462.62
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours		1 949 623.47		1 949 623.47	2 017 999.53
Immobilisations financières					
Titres des Filiales					
Créances rattachées à des Participations					
Prêts et autres actifs financiers non courants		60 696.20		60 696.20	60 696.20
Impôts différés actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT		582 896 169.07	308 946 150.75	273 950 018.32	283 783 301.88
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		82 315 986.46	1 279 897.90	81 036 088.56	60 702 656.60
Créances et emplois assimilés					
Clients		3 394 082.40	3 072 815.79	321 266.61	299 695.27
Autres débiteurs		822 774.70		822 774.70	821 184.67
Impôts		132 757.66		132 757.66	
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Tresorerie		4 796 157.36		4 796 157.36	9 200 452.55
TOTAL ACTIF COURANT		91 461 758.58	4 352 713.69	87 109 044.89	71 023 989.09
TOTAL GENERAL ACTIF		674 357 927.65	313 298 864.44	361 059 063.21	354 807 290.97

BILAN

Période : 01/01/2016 au 31/12/2016

Type Edition : DEFINITIVE

PASSIF	NOTE	N (2016)	N-1 (2015)
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis			
Primes et réserves - (réserves consolidées)			
Ecart d'équivalence			
Resultat Net -		-3 436 011.87	-33 102 190.03
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Liaisons inter-unités		314 149 640.06	333 786 376.85
TOTAL I		310 713 628.19	300 684 186.82
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés,d'avance		20 555 137.97	25 490 139.62
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		20 555 137.97	25 490 139.62
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		15 454 953.57	15 578 460.26
Impôts		2 575 166.91	2 202 766.91
Autres dettes		11 760 176.57	10 851 737.36
Tresorerie passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		29 790 297.05	28 632 964.53
TOTAL GENERAL PASSIF		361 059 063.21	354 807 290.97

COMPTE DE RESULTAT

Période du : 01/01/2016 Au : 31/12/2016

Type Edition : DEFINITIVE

	NOTE	N (2016)	N-1 (2015)
Ventes et produits annexes		121 379 491.86	98 999 244.38
Autres Prestations de Services			
Variation stocks produits finis et en cours		-11 339 159.43	-6 957 104.96
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
Cessions matières premières Faites		-3 661 603.05	-10 291 961.73
Cessions matières premières Recues		-38 524 316.71	-30 791 037.39
Cessions produits Finis Faites			
Cessions produits Finis Recues			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		144 903 046.09	112 541 215.08
Achats consommés		18 698 804.43	17 378 714.06
Cessions Charges Faites / services EX et autres			
Cessions Charges Recues / services EX et autres			
Services extérieurs et autres consommations		6 799 556.79	12 405 665.63
II- CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		25 498 361.22	29 784 379.69
III- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		119 404 684.87	82 756 835.39
Charges de personnel		65 556 162.26	61 014 320.35
Cessions Charges du Personnels Faites			
Cessions Charges du Personnels Recues			
Impots , Taxes et Versements Assimilés		1 341 544.85	1 602 884.52
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		52 506 977.76	20 139 630.52
Cessions produits opérationnels Faites			
Autres produits opérationnels		695 189.78	697 342.36
Autres charges opérationnelles		257 243.94	506 187.42
Cessions charges opérationnelles Recues			
Dotations aux amortissements , provisions et pertes de valeur		16 437 032.87	16 000 629.50
Reprises sur pertes de valeur et provisions		5 511 222.97	52 488.00
Cessions Charges Communes Faites			
Cessions Charges Communes recues		10 592 411.91	15 564 398.95
V - RESULTAT OPERATIONNEL		52 611 525.61	19 947 042.91
Produits financiers			
Charges financières			1 421 359.38
VI - RESULTAT FINANCIER			-1 421 359.38
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		42 019 113.70	2 961 284.58
Impots exigibles sur résultats ordinaires			
Impots différés (Variations) sur résultats ordinaires			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		116 246 745.18	92 791 969.78
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		119 682 757.05	125 894 159.81

VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-3 436 011.87	-33 102 190.03
Eléments extraordinaires (produits) (... préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (... préciser)			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-3 436 011.87	-33 102 190.03

BILAN

Date : 31/12/2017

Heure: 14:51:55

Période : 01/01/2017 au 31/12/2017

Utilisateur:UG

Type Edition : DEFINITIVE

ACTIF.	NOTE	N (2017) BRUT	N (2017) AMORT. PROV.	N (2017) Net	N-: (2016) Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles		314 500.00	198 100.00	116 400.00	155 200.00
Immobilisations corporelles					
Terrains		18 090 000.00		18 090 000.00	18 090 000.00
Agencements & Aménagements Terrains					
Constructions		212 140 085.73	154 062 088.72	58 077 997.01	61 545 965.86
Installations Techniques, Mat.& Outils		314 894 493.98	148 141 417.71	166 753 076.27	164 771 704.60
Autres immobilisations corporelles		46 512 302.48	21 135 654.14	25 376 648.34	27 376 828.19
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		1 949 623.47		1 949 623.47	1 949 623.47
Immobilisations financières					
Titres des Filiales					
Créances rattachées à des Participations					
Prets et autres actifs financiers non courants		60 696.20		60 696.20	60 696.20
Impôts différés actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT		593 961 701.86	323 537 260.57	270 424 441.29	273 950 018.32
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		83 925 169.46	1 239 586.98	82 685 582.48	81 036 088.56
Créances et emplois assimilés					
Clients		3 304 271.85	3 072 815.79	231 456.06	321 266.61
Autres débiteurs		845 741.69		845 741.69	822 774.70
Impôts					132 757.66
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Tresorerie		5 606 862.52		5 606 862.52	4 796 157.36
TOTAL ACTIF COURANT		93 682 045.52	4 312 402.77	89 369 642.75	87 109 044.89
TOTAL GENERAL ACTIF		687 643 747.38	327 849 663.34	359 794 084.04	361 059 063.21

BILAN

Période : 01/01/2017 au 31/12/2017

Type Edition : DEFINITIVE

PASSIF	NOTE	N (2017)	N-1 (2016)
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis			
Primes et reserves - (réserves consolidées)			
Ecart d'équivalence			
Resultat Net		-35 624 596.44	-3 436 011.87
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Liaisons inter-unités		339 026 949.70	314 149 640.06
TOTAL I		303 402 353.26	310 713 628.19
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		19 841 526.16	20 555 137.97
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		19 841 526.16	20 555 137.97
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		15 659 067.45	15 454 953.57
Impôts		6 724 742.41	2 575 166.91
Autres dettes		14 166 394.76	11 760 176.57
Tresorerie passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		36 550 204.62	29 790 297.05
TOTAL GENERAL PASSIF		359 794 084.04	361 059 063.21

COMPTE DE RESULTAT

Période du : 01/01/2017 Au : 31/12/2017

Utilisateur UG

Type Edition : DEFINITIVE

	NOTE	N (2017)	N-1 (2016)
Ventes et produits annexes		112 022 989.08	121 379 491.86
Autres Prestations de Services			
Variation stocks produits finis et en cours		-26 402 259.68	-11 339 159.43
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
Cessions matières premières Faites		-1 369 843.30	-3 661 603.05
Cessions matières premières Recues		-33 777 586.25	-38 524 316.71
Cessions produits Finis Faites			
Cessions produits Finis Recues			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		118 028 472.35	144 903 046.09
Achats consommés		19 734 527.46	18 698 804.43
Cessions Charges Faites / services EX et autres			
Cessions Charges Recues / services EX et autres			
Services extérieurs et autres consommations		8 181 513.83	6 799 556.79
II- CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		27 916 041.29	25 498 361.22
III- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		90 112 431.06	119 404 684.87
Charges de personnel		60 354 072.44	65 556 162.26
Cessions Charges du Personnels Faites			
Cessions Charges du Personnels Recues			
Impots , Taxes et Versements Assimilés		1 227 593.12	1 341 544.85
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		28 530 765.50	52 506 977.76
Cessions produits opérationnels Faites			
Autres produits opérationnels		405 881.79	695 189.78
Autres charges opérationnelles		281 953.60	257 243.94
Cessions charges opérationnelles Recues			
Dotations aux amortissements , provisions et pertes de valeur		14 111 708.44	16 437 032.87
Reprises sur pertes de valeur et provisions		893 925.20	5 511 222.97
Cessions Charges Communes Faites			
Cessions Charges Communes recues		18 653 763.94	10 592 411.91
V - RESULTAT OPERATIONNEL		34 090 674.39	52 611 525.61
Produits financiers			
Charges financières			
VI - RESULTAT FINANCIER			
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		15 436 910.45	42 019 113.70
Impots exigibles sur résultats ordinaires			
Impots différés (Variations) sur résultats ordinaires			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		86 920 536.39	116 246 745.18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		122 545 132.83	119 682 757.05

VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-35 624 596.44	-3 436 011.87
Eléments extraordinaires (produits) (... préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (... préciser)			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-35 624 596.44	-3 436 011.87

Bilan Actif

Arrêté au : 31 Décembre < Etat Provisoire >

Identifiant Fiscal :

Libellé	Note	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
<u>ACTIFS NON COURANTS</u>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		90 314 500,00	236 900,00	90 077 600,00	
Immobilisations corporelles		603 686 446,29	340 445 367,78	263 241 078,51	
Terrains		18 090 000,00		18 090 000,00	
Bâtiments		203 714 234,55	149 482 513,36	54 231 721,19	
Autres immobilisations corporelles		381 882 211,74	190 962 854,42	190 919 357,32	
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours		1 949 623,47		1 949 623,47	
Immobilisations financières		60 696,20		60 696,20	
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		60 696,20		60 696,20	
Impôts différés actif		6 406 426,02		6 406 426,02	
TOTAL ACTIF NON COURANT		702 417 691,98	340 682 267,78	361 735 424,20	
<u>ACTIF COURANT</u>					
Stocks et encours		71 215 755,25	1 232 766,25	69 982 969,00	
Créances et emplois assimilés					
Clients		19 108 334,00	3 072 815,79	16 035 518,21	
Autres débiteurs		723 336,05		723 336,05	
Impôts et assimilés					
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		5 975 595,51		5 975 595,51	
TOTAL ACTIF COURANT		97 023 020,81	4 305 602,04	92 717 418,77	
TOTAL GENERAL ACTIF		799 440 712,79	344 987 869,82	454 452 842,97	

Bilan Passif

Arrêté au : 31 Décembre < Etat Provisoire >
Identifiant Fiscal :

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis			
Capital non appelé			
Primes et réserves / (Réserves consolidées(1))			
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net / (Résultat net part du groupe (1))		-18 996 269,24	
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Liaisons Inter-Unités		402 168 934,41	
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL CAPITAUX PROPRES I		383 172 645,17	
<u>PASSIFS NON-COURANTS</u>			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		25 247 853,25	
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		25 247 853,25	
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Fournisseurs et comptes rattachés		21 297 266,84	
Impôts		8 943 951,12	
Autres dettes		15 791 126,59	
Trésorerie			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		46 032 344,55	
TOTAL GENERAL PASSIF		454 452 842,97	
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

Comptes de Résultat

(par.Nature)

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >

Identifiant Fiscal :

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
Chiffre d'affaires		117 115 720,25	
Variation stocks produits finis et en cours		-10 923 232,92	
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I. PRODUCTION DE L'EXERCICE		106 192 487,33	
Achats consommés		45 703 779,53	
Services extérieurs et autres consommations		8 648 761,80	
II. CONSOMMATION DE L'EXERCICE		54 352 541,33	
III. VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		51 839 946,00	
Charges de personnel		58 082 410,12	
Impôts, taxes et versements assimilés		1 565 119,85	
IV. EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		-7 807 583,97	
Autres produits opérationnels		2 646 056,94	
Autres charges opérationnelles		835 836,86	
Dotations aux amortissements et aux provisions		19 405 351,37	
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
V. RESULTAT OPERATIONNEL		-25 402 715,28	
Produits financiers			
Charges financières			
VI. RESULTAT FINANCIER			
VII. RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		-25 402 715,28	
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-6 406 426,02	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		108 838 544,27	
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		127 834 833,51	
VIII.RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-18 996 289,24	
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges)) (à préciser)			
IX. RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X. RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-18 996 289,24	
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)			
XI: RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)			
Dont part des minoritaires (1)			
Part du groupe (1)			
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

Bilan Actif

Arrêté au : 31 Décembre < Etat Provisoire >

Identifiant Fiscal :

Libellé	Note	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
<u>ACTIFS NON COURANTS</u>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)		90 000 000,00		90 000 000,00	
Immobilisations incorporelles		314 500,00	275 700,00	38 800,00	90 077 600,00
Immobilisations corporelles		605 588 616,29	356 028 548,81	249 560 067,48	263 241 078,51
Terrains		18 090 000,00		18 090 000,00	18 090 000,00
Bâtiments		205 364 204,55	152 879 548,31	52 484 656,24	54 231 721,19
Autres immobilisations corporelles		382 134 411,74	203 149 000,50	178 985 411,24	190 919 357,32
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours		34 740 093,68		34 740 093,68	1 949 623,47
Immobilisations financières		747 656,28		747 656,28	60 696,20
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		747 656,28		747 656,28	60 696,20
Impôts différés actif		6 192 420,37		6 192 420,37	6 406 426,02
TOTAL ACTIF NON COURANT		737 583 286,62	356 304 248,81	381 279 037,81	361 735 424,20
<u>ACTIF COURANT</u>					
Stocks et encours		63 428 001,44	1 232 786,25	62 195 215,19	69 982 989,00
Créances et emplois assimilés					
Clients		19 108 334,00	3 072 815,79	16 035 518,21	16 035 518,21
Autres débiteurs		412 089,00		412 089,00	723 336,05
Impôts et assimilés					
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		5 602 008,06		5 602 008,06	5 975 595,51
TOTAL ACTIF COURANT		88 550 432,50	4 305 602,04	84 244 830,46	92 717 418,77
TOTAL GENERAL ACTIF		826 133 719,12	360 609 850,85	465 523 868,27	454 452 842,97

Bilan Passif

Arrêté au : 31 Décembre < Etat Provisoire >
Identifiant Fiscal :

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis			
Capital non appelé			
Primes et réserves / (Réserves consolidées(1))			
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net / (Résultat net part du groupe (1))		-11 472 614,45	
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Liaisons Inter-Unités		399 850 469,64	
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL CAPITAUX PROPRES I		388 377 655,19	
<u>PASSIFS NON-COURANTS</u>			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		24 485 565,56	
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		24 485 565,56	
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
Fournisseurs et comptes rattachés		15 004 516,64	
Impôts		6 134 834,60	
Autres dettes		5 726 555,14	
Trésorerie			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		26 865 906,38	
TOTAL GENERAL PASSIF		439 729 127,13	
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

Comptes de Résultat

(par Nature)

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >

Identifiant Fiscal :

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
Chiffre d'affaires		60 101 512,95	117 115 720,25
Variation stocks produits finis et en cours		-667 304,77	-10 923 232,92
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I. PRODUCTION DE L'EXERCICE		59 234 208,18	106 192 487,33
Achats consommés		25 407 313,83	45 703 779,53
Services extérieurs et autres consommations		4 398 244,70	8 648 761,80
II. CONSOMMATION DE L'EXERCICE		29 805 558,53	54 352 541,33
III. VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		29 428 649,65	51 839 946,00
Charges de personnel		52 909 103,81	58 062 410,12
Impôts, taxes et versements assimilés		813 031,65	1 565 119,85
IV. EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		-24 293 485,61	-7 807 583,97
Autres produits opérationnels		1 143 296,21	2 646 056,94
Autres charges opérationnelles		808 395,60	835 636,86
Dotations aux amortissements et aux provisions		15 795 445,50	19 405 351,37
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
V. RESULTAT OPERATIONNEL		-39 754 030,50	-25 402 715,28
Produits financiers			
Charges financières			
VI. RESULTAT FINANCIER			
VII. RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		-39 754 030,50	-25 402 715,28
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		214 005,65	-6 406 426,02
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		60 377 504,39	108 838 544,27
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		100 345 540,54	127 834 833,51
VIII. RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-39 968 036,15	-18 996 289,24
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX. RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X. RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-39 968 036,15	-18 996 289,24
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)			
XI. RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)			
Dont part des minoritaires (1)			
Part du groupe (1)			
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية و تحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي في مؤسسة حصى الشرق -قالمة- للفترة الممتدة من 2014 الى 2019 باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR، حيث توصلت الدراسة إلى أن محددات الهيكل التمويلي تنقسم إلى محددات كمية، كيفية ومحددات أخرى وأن كل من: السيولة، الربحية، المردودية المالية و الاقتصادية وهيكل الأصول هي العوامل المؤثرة على الهيكل المالي لمؤسسة حصى الشرق، كما توصلت الدراسة إلى أن هيكل الأصول لمؤسسة حصى الشرق يؤثر تأثير سلبي قوي في المدى الطويل دون المدى القصير على الهيكل المالي، في حين أن تأثير بقية المتغيرات ضعيف جدا في المدى الطويل ومنعدم في المدى القصير.

الكلمات المفتاحية:

الهيكل المالي - محددات الهيكل التمويلي - تكلفة الاموال- الهيكل المالي الامثل - مردودية مالية- السيولة- مردودية اقتصادية.

Summary:

This study aims to identify the most important determinants of the financing structure in the economic institution and to determine the factors affecting the financial structure in the East Gravel Corporation -Guelma - for the period from 2014 to 2019 using the VAR self-regression vector model, where the study concluded that the determinants of the financing structure are divided into determinants Quantitative, qualitative and other determinants and that each of: liquidity, profitability, financial and economic return, and the structure of assets are the factors affecting the financial structure of the East Gravel Corporation, and the study found that the asset structure of the East Gravel Corporation has a strong long-term negative impact on the financial structure, while the impact of the rest of the variables is very weak in the long term and non-existent in the short term.

key words:

Financial structure - determinants of the financing structure - cost of money – optimal financial structure - financial return - liquidity - economic return.